



# Ambassador Vermogensbeheer

## Kwartaal Update

1e kwartaal 2022

### Market Update Q1 2022

De meeste aandelenmarkten zijn het eerste kwartaal van 2022 in de min geëindigd als gevolg van hoge inflatie, oplopende rentes en de oorlog in Oekraïne. Uitzonderingen hierop vormen indices van landen met veel grondstofgerelateerde ondernemingen zoals Brazilië en het Verenigd Koninkrijk.

Ook de obligatiemarkten zijn dit jaar flink gedaald doordat rentes met gemiddeld 75 tot 100 basispunten zijn opgelopen. De risicopremies, de extra vergoeding van bedrijfsobligaties t.o.v. staatsleningen, zijn licht gestegen.

| Aandelen ontwikkelde markten            | Koers 31-3-2022 | %     |
|-----------------------------------------|-----------------|-------|
| AEX Index                               | 724,20          | -9,2% |
| DAX Index                               | 14414,75        | -9,3% |
| FTSE 100 Index                          | 7515,68         | 1,8%  |
| MSCI World Index (\$)                   | 3053,07         | -5,5% |
| DJ Stoxx 600 Europe                     | 455,86          | -6,7% |
| S&P 500 Index                           | 4530,41         | -5,5% |
| EURUSD FX                               | 1,1082          | -2,5% |
| Vastrentende waarden                    |                 |       |
| Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR | 243,44          | -7,1% |
| Iboxx Liquid Corp. TR Index             | 226,16          | -4,4% |

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices tot en met 31 maart 2022

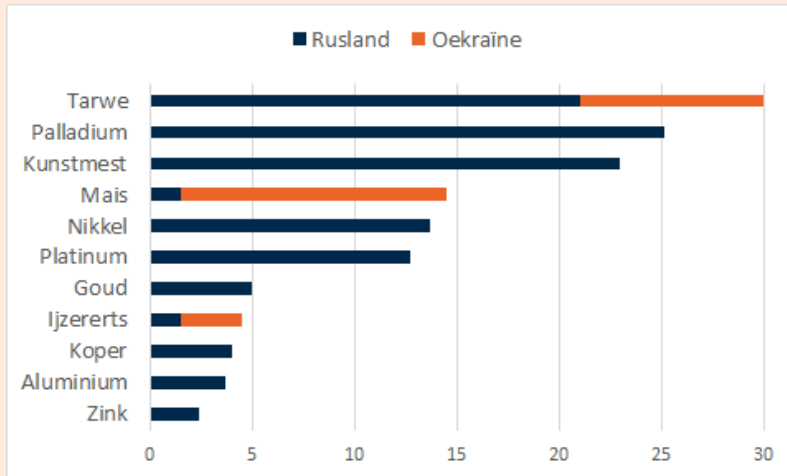
### Achtergrond

De Russische inval in Oekraïne op 24 februari jl. heeft velen verrast. Ook de financiële markten hadden een dergelijk scenario niet ingeprijsd. Dit heeft in de eerste weken na de uitbraak van de oorlog geresulteerd in heftige koersbewegingen op de beurzen. De aandelenmarkten hebben zich inmiddels redelijk hersteld van de oorlog in Oekraïne. Een ontwikkeling die historisch gezien ook niet ongebruikelijk is, aangezien beurzen gemiddeld genomen in 43 dagen weer op het niveau zijn van voor de uitbraak van een oorlog of grote aanslag.

Afgezien van de tragedie die zich momenteel voltrekt in Oekraïne, zijn de economische gevolgen tot ver buiten het oorlogsgebied merkbaar. Zo zullen de over en weer ingestelde sancties een negatief effect hebben op de economische groei en het consumentenvertrouwen.



Daarnaast zijn Oekraïne en Rusland grote exporteurs van grondstoffen zoals olie, gas, granen, metalen en edelmetalen. Dit zal een verder opwaarts effect hebben op de toch al hoge energie- en grondstofprijzen.



**Figuur 1.** De Russische en Oekraïense grondstoffenexport uitgedrukt als percentage van de totale wereldexport in 2020 (Bron: OESO, Comtrade).

Hoewel de Russische en Oekraïense economieën relatief klein zijn, zijn beide landen gezamenlijk wel grootmachten op het gebied van de export van granen, metalen en kunstmeststoffen. De prijzen in deze markten bevinden zich om die reden op het hoogste niveau in een decennium en de volatiliteit is hoog.

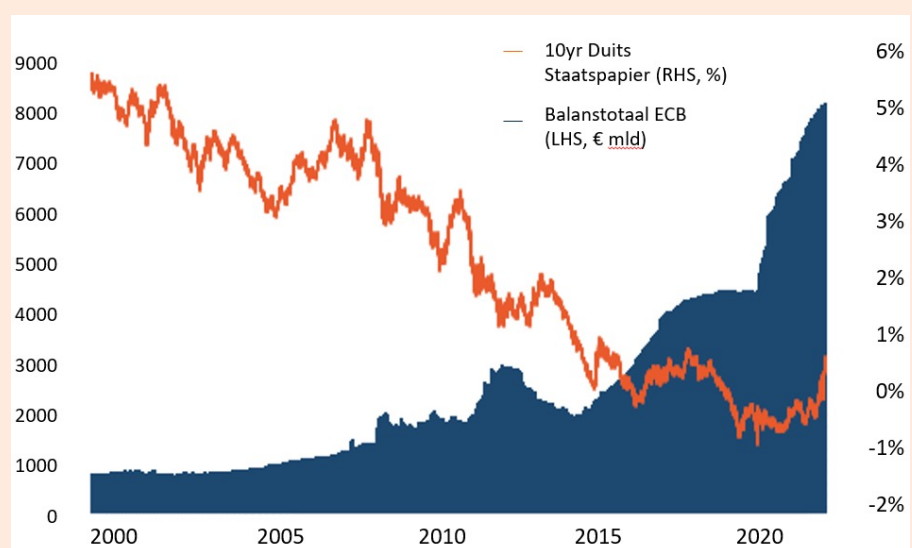
Inmiddels is gebleken dat vooral Europese bedrijven blootstelling hebben aan de Russische en Oekraïense economie. Denk hierbij aan bedrijven met olie- en gasconcessies, bancaire leningen aan exporteurs, fabrieken (vooral de autosector), vastgoed en zelfs geleasede vliegtuigen. Een nadere analyse toont aan dat de meeste bedrijven de impact hiervan goed kunnen managen. Dit geldt ook voor enkele bedrijven in de portefeuilles van Ambassador Vermogensbeheer die, direct of indirect, een beperkte blootstelling hebben aan de Russische en Oekraïense economie.

De inflatie is inmiddels opgelopen tot het hoogste niveau in bijna 40 jaar. De inflatie in de VS bedraagt momenteel bijna 8% en in Europa zitten we rond de 6%. Deze cijfers ondersteunen onze visie van een

structureel hogere inflatie voor langere tijd. Het conflict in Oekraïne zal ook niets veranderen aan het voornemen van centrale banken om dit jaar de rente in meerdere stappen te verhogen en om de opkoopprogramma's van obligaties versneld af te bouwen. Bij de laatste beleidsvergadering van de Amerikaanse centrale bank heeft voorzitter Jerome Powell nogmaals benadrukt dat de inflatie te hoog is en dat er rekening gehouden moet worden met meer en grotere renteverhogingen. Zeer waarschijnlijk zal op de volgende vergadering in mei worden besloten om de rente met 50 i.p.v. met 25 basispunten te verhogen. Zelfs het bestuur van de ECB laat weten de huidige hoge inflatie als structureel te zien en ook hier worden de geesten rijp gemaakt om geleidelijk aan het zeer ruime monetair beleid af te bouwen, met mogelijk later dit jaar één of twee rentestappen.

**Figuur 2.** Balanstotaal Europese Centrale Bank (ECB) en het rendement op 10-jaars Duits staatspapier (bron: Bloomberg).

Hoewel inflatie een complex samenspel van factoren blijft, vormt de ongekende monetair verruiming van centrale banken sinds de kredietcrisis van 2008 / 2009 de belangrijkste oorzaak. Andere oorzaken zijn fiscale stimulering en de inhaalvraag naar goederen en diensten nu de coronarestricties opgeheven zijn, terwijl door logistieke verstoringen het aanbod de vraag niet kan bijhouden.



## Value Mandaat

Het Value Mandaat kende een goede start van het jaar voor de neutrale, ondernemende en offensieve profielen. De (gematigd) defensieve profielen daarentegen lieten een licht negatief rendement optekenen als gevolg van de moeilijke marktomstandigheden voor obligaties. Door de weging in obligaties laag te houden en door te kiezen voor obligaties met een kortere rentegevoeligheid is de impact hiervan op de rendementsontwikkeling aanzienlijk minder negatief geweest dan de koersdaling van de brede obligatie-indices.

Op het Nederlandse maritieme concern **Boskalis** is door grootaandeelhouder HAL Investments een bod van 32,50 euro per aandeel uitgebracht. Het bod oogt fair en inmiddels is de gehele positie in de markt op dit niveau verkocht.

Ook de positie in het Amerikaanse mediaconglomeraat **Paramount Global** (voorheen ViacomCBS) is geheel verkocht. De onderneming moet steeds meer investeren in content om klanten aan zich te binden. De competitie in deze markt is intens en de huidige perspectieven wijken behoorlijk af van de oorspronkelijke investment case.

De positie in het aandeel **GlaxoSmithKline** is voor de offensievere mandaten geheel verkocht. Op de huidige koers lijkt de opwaartse potentie van GlaxoSmithKline niet meer zo groot te zijn.

Er zijn afgelopen kwartaal geen nieuwe posities geïnitieerd. Wel is er actief ingespeeld op de volatiliteit die gepaard ging met de Russische inval in Oekraïne. Eind 2021, begin 2022 hebben wij de posities in o.a. **ABN Amro**, **Aercap**, **ING** en **NN Groep** gedeeltelijk afgeroomd.

Dit gaf ons de gelegenheid om deze posities in februari en maart op aanmerkelijk lagere niveaus weer uit te bouwen.

De dienstverlener aan de olie- en gassector **Technip Energies** rapporteerde goede jaarcijfers en keert een hoger dan verwacht dividend uit. De resultaten werden overschaduwd door de blootstelling van de onderneming aan projecten in Rusland. Nadere bestudering van de resultaten leert dat de impact hiervan prima te managen valt. De lage waardering, de potentiële projecten buiten Rusland en de zeer sterke balans bieden meer dan voldoende compensatie voor de gederfde inkomsten. De positie is op lagere niveaus verder verzwaaard.



## Dividend Mandaat

Het Dividend Mandaat, voorheen Hoog Inkomen Mandaat genaamd, heeft een positieve start van het jaar achter de rug. De oplopende rentestand maakt dividendbetalers aantrekkelijk en dat zagen we terug in de koersontwikkeling van deze portefeuille.

De aandelenpositie in de Britse oliemajor **BP** is geheel verkocht op het moment dat de Russische invasie van Oekraïne begon. De reden is het 20%-belang dat BP in de Russische oliemaatschappij Rosneft heeft. BP liet eind februari weten het belang geheel van de hand te zullen doen, zonder het hoe, wat en wanneer nader te specificeren. In het slechtste geval kan dit tot een volledige afboeking op het belang van BP in Rosneft leiden. Met de verkoop werd een mooi rendement gerealiseerd. De posities in andere oliemajors als **Shell** en **TotalEnergies** houden we aan.

De posities in **GBL** en **Iron Mountain** werden voor het Dividend Mandaat geheel verkocht, daar we in de huidige markt betere alternatieven zien. Ook de positie in de preferente aandelen van **Dynagas** is geheel verkocht. De blootstelling aan Russische opdrachtgevers en de op termijn mogelijke gevolgen van de sancties tegen Rusland zijn de belangrijkste reden hiervoor.

De bestaande posities in o.a. **Coca Cola Europacific Partners**, **Greatview Aseptic Packaging**, **Phoenix Group** en **Unilever** werden opgehoogd.

## Beursgenoteerd vastgoed Mandaat

Beursgenoteerd vastgoed heeft een moeizame start van het jaar beleefd. De oplopende rente lijkt de belangrijkste reden hiervoor, hoewel uit historisch onderzoek niet direct een verband aan te tonen is tussen de hoogte van de rentestand en de rendementsontwikkeling op (beursgenoteerd) vastgoed. Pluspunt is in elk geval dat veel vastgoed geïndexeerde huurcontracten kent, waardoor het één van de betere inflatiehedges vormt.

In de portefeuille zijn de resterende posities in **Irish Residential REIT** en **Iron Mountain** geheel verkocht, nadat beide ondernemingen onze fair value hadden bereikt. Ook de positie in **Atrium European Real Estate** is geheel verkocht, aangezien de aandelen net onder het inmiddels geaccepteerde bod van grootaandeelhouder **Gazit-Globe** van 3,63 euro per aandeel verkocht konden worden.

Waar op direct vastgoed vaak een premie boven de vraagprijs wordt geboden, noteert veel beursgenoteerd vastgoed op een flinke korting ten opzichte van de boekwaarde. De Ierse vastgoedonderneming **Hibernia REIT**, met een mooie portefeuille van vooral kantoren in het zakencentrum van Dublin, heeft een bod van 1,60 euro per aandeel ontvangen van vastgoedinvesteerder Brookfield RE. Een premie van ongeveer 35% op de slotkoers van de vorige dag. Het bod ligt nabij de intrinsieke waarde. Daarbovenop krijgen aandeelhouders nog eens 0,034 euro per aandeel dividend uitgekeerd.

De enige nieuwe positie in portefeuille is **KPN**. De Nederlandse marktleider in telecomdiensten bedient zowel consumenten als zakelijke klanten met haar vaste-, glasvezel- en mobiele netwerken voor telefonie, breedband en televisie. Het bedrijf biedt klanten telefoon- en internetdiensten en oplossingen in IT-diensten zoals Cloud, security en workspace. KPN biedt daarnaast derde telecoomaanbieders toegang tot haar telefoonnetwerken. De onderneming is actief onder de merken KPN, Telfort, XS4All en Simyo. KPN is bijna klaar met de uitrol van het glasvezelnetwerk, waarna er nog meer ruimte komt om geld uit te keren aan aandeelhouders. De onderneming is weliswaar iets duurder dan sommige andere buitenlandse telecombedrijven, maar de marges zijn hoger en de balans is kwalitatief beter. Dit maakt KPN tot een defensief aandeel dat de komende jaren langzaam zou moeten kunnen groeien en daarnaast de aandeelhouders moet kunnen blijven belonen. Het dividend en de inkoop van eigen aandelen levert een aandeelhoudersrendement op van bijna 7,5%.

Op dit moment bestaat het Dividend Mandaat uit 37 posities, waarvan 35 aandelen en 2 preferente aandelen. Het dividendrendement bedraagt op de huidige koers 4,3%.



**Bijschrift:** Brookfield Asset Management neemt Hibernia REIT over. De Ierse vastgoedonderneming Hibernia REIT is in 2013 naar de beurs gebracht om te investeren in commercieel Iers vastgoed. Het succesvolle operationeel trackrecord wordt echter niet weerspiegeld in de koersontwikkeling.

Op de Duitse logistieke vastgoedonderneming **VIB Vermoegen** is door DIC Asset een partieel bod uitgebracht van 51 euro. Ondanks dat de directie van VIB Vermoegen het bod als ongewenst en te laag heeft gekwalificeerd, hebben we de stukken in portefeuille aangemeld, waarop een significante toewijzing is geweest. DIC Asset is met ongeveer 60% van de aandelen grootaandeelhouder geworden. De koers van de aandelen VIB Vermoegen is nadien flink teruggevallen tot rond de 35 euro per aandeel, waarna er door ons opnieuw positie is opgebouwd.

Er is opnieuw een positie in **Catena** opgebouwd. De positie in Catena was in het najaar van 2021 nog geheel verkocht, maar deze kon recentelijk op een ruim 20% lager koersniveau weer worden teruggekocht. De vooruitzichten voor logistiek vastgoed blijven, ook in Zweden, onverminderd goed. Opvallend is dat Warehouses de Pauw, de Belgische logistieke vastgoedonderneming, recentelijk een positie van 9% heeft opgebouwd in Catena.

De beurshandel in de preferente aandelen van **Raven Property Group** is stilgelegd. De oorzaak hiervoor zijn de ingestelde sancties tegen Rusland, waardoor transacties voor Raven Property Group nagenoeg onmogelijk zijn gemaakt. De onderneming is met een voorstel gekomen waarbij het vastgoed overgedragen wordt aan een nieuw op te richten vastgoedvehicle op Cyprus. De houders van preferente aandelen Raven Property Group houden hun claim in de vorm van nieuwe preferente aandelen met een vergoeding van 10%. Deze stukken zullen niet-beursgenoteerd zijn en voorlopig groeit het dividend cumulatief aan en kan er pas uitgekeerd worden als de sancties tegen Rusland versoepeld worden. We zijn hoopvol gestemd dat we op de deze vrij kleine positie nog een groot deel en mogelijk onze gehele inleg de komende jaren kunnen realiseren.

Nieuw in portefeuille is het aandeel **Cofinimmo**. Deze Belgische vastgoedonderneming richt zich op zorgvastgoed (65%), kantoren (25%) en distributievastgoed (10%). De onderneming heeft 59% van haar vastgoed in België, maar is daarnaast in Frankrijk, Nederland, Duitsland, Spanje, Italië, Ierland, Finland en sinds kort ook in het VK actief. Cofinimmo is in 1983 opgericht en is van origine een kantorenspeeler met de focus op Brussel. In 2011 heeft Cofinimmo de markt van zorgvastgoed betreden. De portefeuille van 261 panden met een geschatte waarde van 3,6 miljard euro is van goede kwaliteit en Cofinimmo heeft de ambitie om dit segment nog verder uit te breiden. De weging van de kantorenportefeuille, goed voor 1,4 miljard euro, is teruggebracht naar 25% van de totale portefeuille. De panden liggen in en rond Brussel, op enkele kantoren in Antwerpen na. De overige 11% van de portefeuille bestaat uit een mix van distributievastgoed. Cofinimmo heeft in het afgelopen decennium een mooie transitie weten door te maken van een pure kantorenspeeler in de moeilijke Brusselse markt naar een vastgoedonderneming die voor meer dan 65% uit zorgvastgoed bestaat, een markt met sterke fundamenteën en goede perspectieven. De verdere afbouw van de kantorenportefeuille en het distributievastgoed moet Cofinimmo helpen om een pure zorgvastgoedspeeler te worden. Dit is naar ons idee de manier om de aandelen aan een hogere waardering te helpen. De aandelen zijn niet duur en leveren een mooi dividendrendement op, waarbij er zicht is op een verlaging van de roerende voorheffing van 30 naar 15%. Het Beursgenoteerd vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 24 posities, gespreid over een groot aantal segmenten en geconcentreerd op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt 3,4%.



## Conclusie

De oorlog in Oekraïne maakt ons weer eens bewust van hoe afhankelijk de Westerse economieën zijn van energie, grondstoffen, goederen en goedkope arbeid uit o.a. Rusland en China, landen waarmee een moeizame relatie wordt onderhouden. De geopolitieke risico's van dit beleid zijn op pijnlijke wijze zichtbaar geworden, maar vallen op korte termijn niet terug te draaien.

De inflatie is in korte tijd naar het hoogste niveau in veertig jaar tijd opgelopen als gevolg van het zeer ruime monetaire beleid van centrale banken. De oplopende energie- en grondstofprijzen wakkeren de hoge inflatie verder aan. Centrale banken zijn inmiddels wakker geworden en zien zich genoodzaakt het monetaire beleid te gaan verkrappen door de rente te verhogen en de opkoopprogramma's van obligaties af te bouwen.

Periodes van hogere inflatie hebben zich in het verleden vaker voorgedaan en historisch gezien pakken deze doorgaans niet slecht uit voor value aandelen. Met name grondstofgerelateerde sectoren, in het bijzonder bedrijven in de olie- en gassector, en

financiële waarden profiteren van hogere rentestanden en ook defensieve sectoren, zoals farma en telecom, doen het in dit soort periodes vaak goed. Bedrijven met lage marges die de hogere kosteninflatie niet kunnen doorberekenen en snelgroeiende, maar erg dure bedrijven die de waarde van toekomstige cashflows zien verminderen, ondervinden hiervan juist nadeel.

De beleggingsportefeuilles hebben, in tegenstelling tot de brede beursindices, een solide eerste kwartaal van het jaar beleefd. We verwachten dat de portefeuilles goed gepositioneerd zijn om in te spelen op met name de recent in gang gezette verschuiving in monetair beleid.

Heeft u vragen, schroom dan niet om ons te bellen op tel. 035-2031035 of stuurt u een email naar [info@ambassadorvermogensbeheer.nl](mailto:info@ambassadorvermogensbeheer.nl).

Namens Ambassador Vermogensbeheer  
Dr. Ir. Mark de Bruijne CFA, dd. 10 januari 2022

## DISCLAIMER

De informatie die u in deze "Nieuwsbrief" wordt aangeboden is samengesteld door de researchafdeling van Ambassador Vermogensbeheer. De in deze Nieuwsbrief vermelde gegevens zijn ontleend aan door Ambassador Vermogensbeheer betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk bekende informatie. Ambassador Vermogensbeheer streeft naar een zorgvuldige controle van deze informatie die zij in de Nieuwsbrief plaatst, zodat de informatie actueel, nauwkeurig, feitelijk juist en dus betrouwbaar is. Waar mogelijk controleert Ambassador Vermogensbeheer de betrouwbaarheid van informatie die zij zelf uit externe bronnen ontvangt. Ondanks deze voortdurende aandacht voor de kwaliteit van haar berichtgeving kan Ambassador Vermogensbeheer niet garanderen dat de informatie in deze Nieuwsbrief steeds correct of volledig is en aanvaardt Ambassador Vermogensbeheer geen enkele aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden. Voor de juistheid en volledigheid van de genoemde feiten, gegevens, meningen, verwachtingen en uitkomsten daarvan kan Ambassador Vermogensbeheer niet instaan. De informatie in de Nieuwsbrief zijn generiek van aard en houden derhalve geen rekening met de specifieke beleggingsdoelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes van de ontvanger. De ontvanger mag de Nieuwsbrief dan ook niet aanmerken als een persoonlijk advies: de ontvanger dient zijn of haar eigen adviseur te raadplegen om te overleggen of het effect dat in deze Nieuwsbrief aan bod komt, voor hem of haar een passende investering is en of de aangeboden informatie in overeenstemming is met zijn of haar doelstellingen en risicoprofiel. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De verspreiding van de informatie in de Nieuwsbrief in andere jurisdicties dan in Nederland is mogelijk aan restricties onderhevig en de ontvanger van deze Nieuwsbrief dient zichzelf te informeren over eventuele restricties. Beleggen brengt risico met zich mee. De afnemer van de informatie is zelf verantwoordelijk voor de keuze en het gebruik van de informatie. De informatie in deze Nieuwsbrief is uitsluitend bedoeld om kennis te maken met de beleggingsvisie van Ambassador Vermogensbeheer en is geen aanbeveling of beleggingsadvies, noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. Aan de verstrekte informatie kunnen geen rechten worden ontleend.

**Vergunningen:** Ambassador Vermogensbeheer beschikt binnen het kader van de Wet op het financieel toezicht over de vereiste vergunningen van zowel AFM als DNB. Ambassador Vermogensbeheer is opgenomen in de registers van AFM en DNB en is aangesloten bij het DSI.

**Ambassador Vermogensbeheer B.V.**

Achterom 7  
1261 EE Blaricum  
T +31 (0)35 203 1035

[info@ambassadorvermogensbeheer.nl](mailto:info@ambassadorvermogensbeheer.nl)

