



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

4e kwartaal 2021

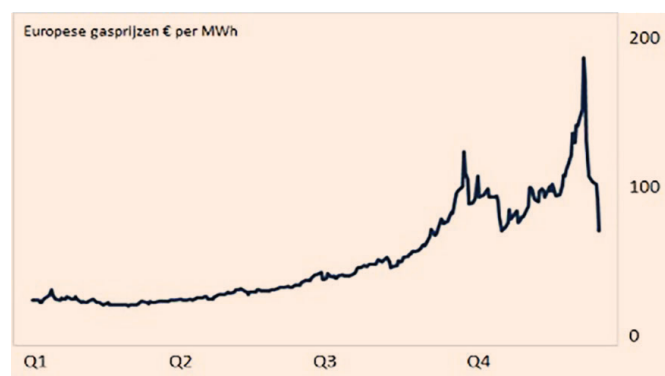
De uitbraak van een nieuwe variant van het coronavirus zorgde voor nerveus beurs sentiment in de laatste twee maanden van het jaar. Dankzij een sterke eindsprint in december is het vierde kwartaal op de beurs toch positief verlopen. Al met al kunnen beleggers terugkijken op een uitstekend beursjaar 2021, dankzij enerzijds stevige bedrijfswinsten en anderzijds aanhoudende, ruime monetaire en fiscale stimuleringsmaatregelen.

Nagenoeg alle westerse beurzen wisten het afgelopen jaar een dikke plus te noteren. Daarbij waren er overigens wel grote verschillen te zien tussen de diverse beurzen. Vooral de sterke koersontwikkeling van een selecte groep techgiganten droeg bij aan de positieve koersontwikkeling. Om deze reden bleven in Europa de Britse en Duitse beurzen, met een focus op de meer traditionele sectoren, wat achter bij het Europese beursgemiddelde.

De opkomende markten hadden daarentegen een mager jaar. Vooral de Braziliaanse en Chinese beurzen vielen flink uit de toon, waarbij de laatste last heeft van de drastische overheids campagne tegen grote bedrijven en van de wankelende vastgoedmarkt.

2021 is ook een grondstoffenjaar geworden. Vooral de grondstoffen die relevant zijn voor de energietransitie, maar ook fossiele energie, zoals olie en gas, en uranium hebben een sterk jaar achter de rug.

Wereldwijde obligatiebeleggers moesten na een aaneenschakeling van goede beursjaren genoegen nemen met een verliesjaar. De belangrijkste reden hiervoor is de flink gestegen rente in het afgelopen jaar. Vooral de Angelsaksische landen zagen de rentes flink oplopen als gevolg van hogere inflatie en van het voornemen van centrale banken om hier iets aan te gaan doen.



Figuur 1. De Europese gasprijzen (TTF, Europa's wholesale gasprijs) zijn het afgelopen jaar met meer dan 220% gestegen. Lage voorraden, concurrerende vraag uit Azië en twijfels over levering door Gazprom zijn de belangrijkste oorzaken

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 31-12-2021	%
AEX Index	797,93	27,7%
DAX Index	15884,86	15,8%
FTSE 100 Index	7384,54	14,3%
MSCI World Index (\$)	3231,73	20,1%
DJ Stoxx 600 Europe	487,80	22,0%
S&P 500 Index	4766,18	26,9%
EURUSD FX	1,1370	-6,9%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	261,94	-1,7%
Iboxx Liquid Corp. TR Index	236,46	-1,3%

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices tot en met 31 december 2021

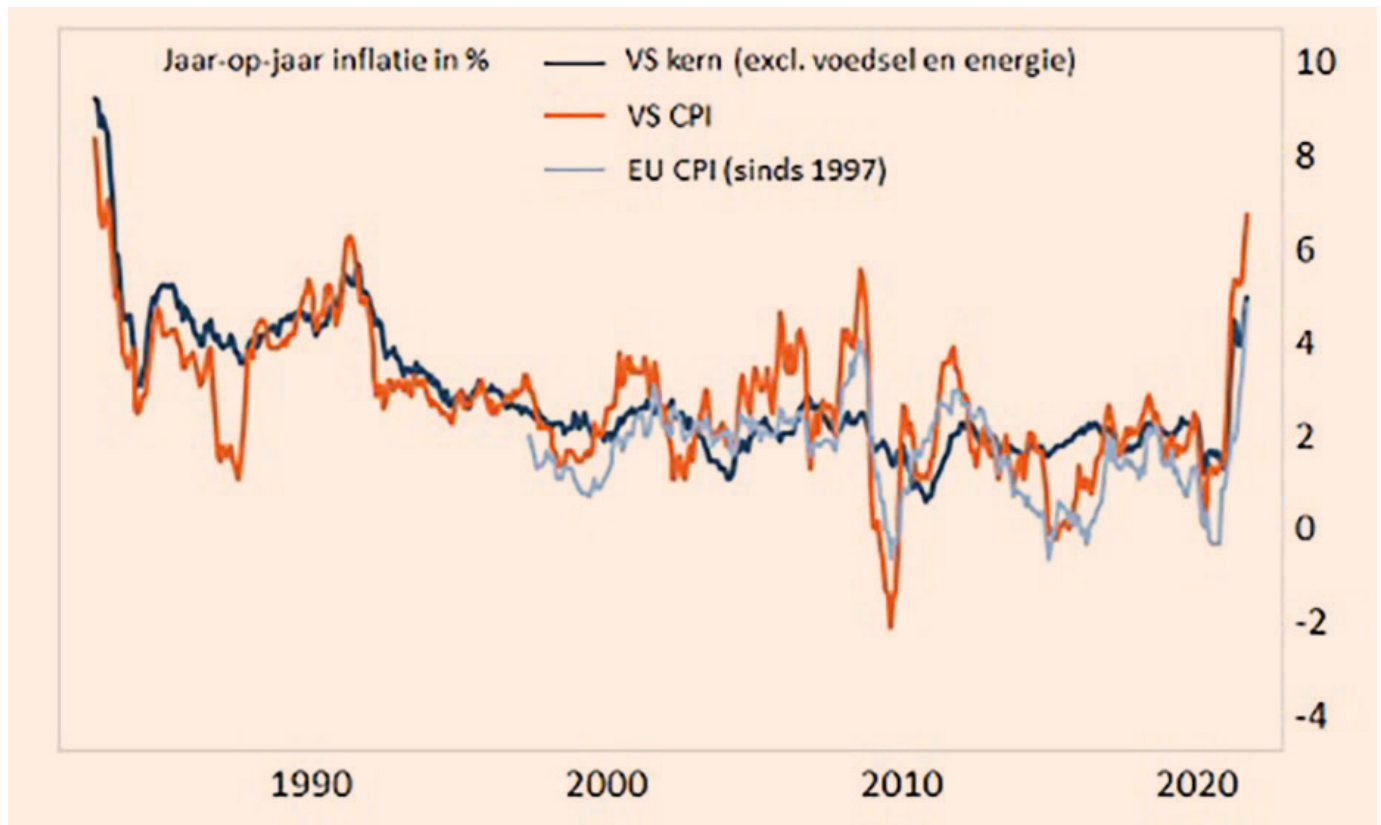
Achtergrond

Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) heeft eind 2021 centrale banken gewaarschuwd om extra alert te zijn op de oplopende inflatie. Het IMF verwacht namelijk dat de inflatie verder zal stijgen en ook in 2022 op een hoog niveau zal blijven. Het IMF waarschuwt dat de risico's aan de bovenkant liggen, met name als er zogenaamde tweede-ronde-effecten gaan ontstaan. Hiermee wordt bedoeld dat als de hogere inflatiecijfers zich gaan vertalen in stijgende lonen, er een loonprijspiraal ontstaat.

De meest recente macro-economische data onderschrijven het scenario van hoge(re) inflatie en een afvlakkende (hoge) economische groei. Zo is in oktober de Amerikaanse inflatie jaar-op-jaar met maar liefst 6,2% gestegen, het hoogste niveau in dertig jaar tijd. De kerninflatie bedraagt inmiddels 4,6%. De problemen in

de productieketens in combinatie met hogere prijzen voor energie, voeding en tweedehands voertuigen zijn hier, dankzij de sterke consumentenvraag, debet aan. Ook in de EU en het VK zien we inflatiecijfers die we in decennia niet meer gezien hebben.

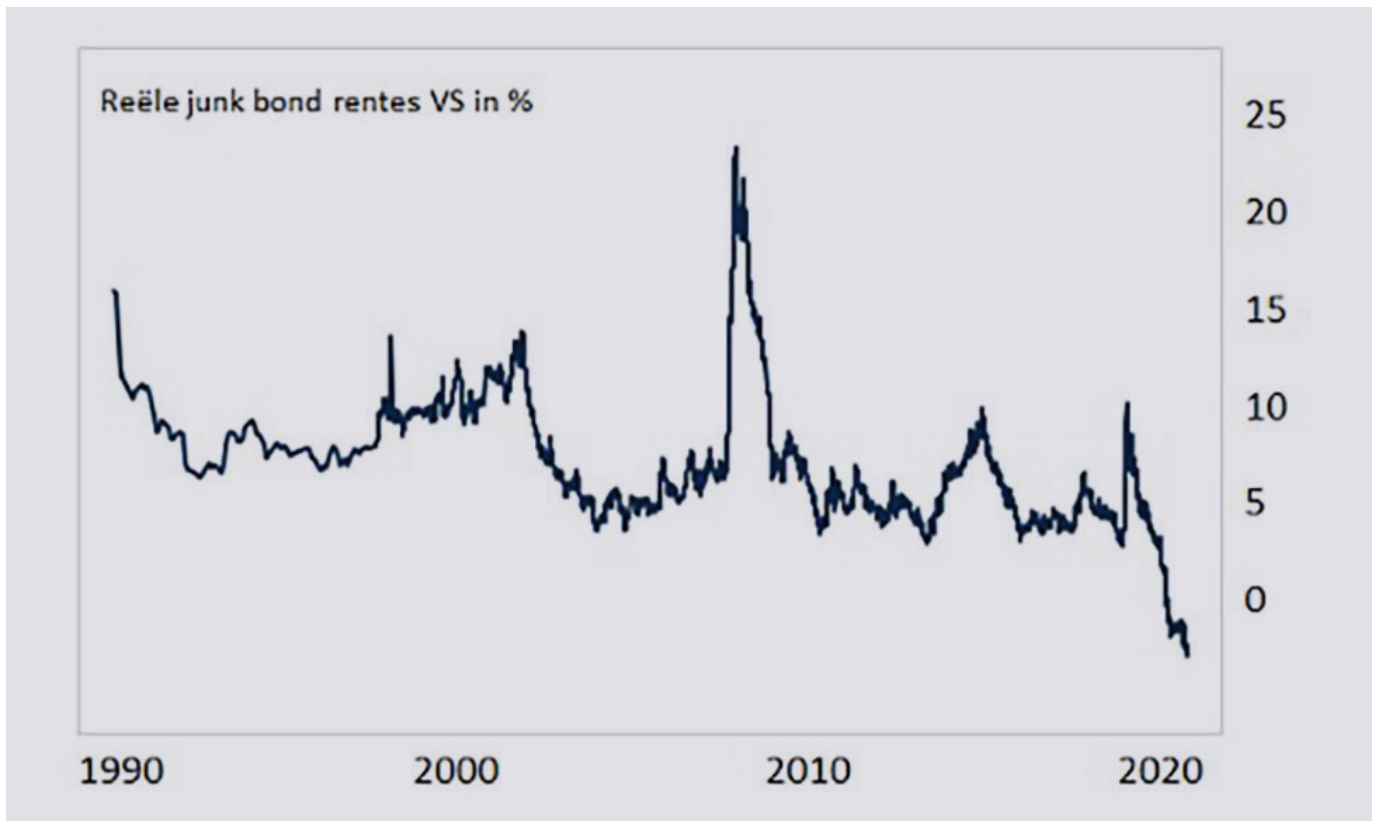
De Fed liet in december weten de hoge inflatie te gaan bestrijden door de noodsteun met 30 miljard USD per maand te gaan afbouwen. Hierdoor zal dit programma eind maart aflopen. Daarbovenop gaat de inflatieverwachting voor komend jaar met 40 basispunten omhoog naar 2,6%. De Fed is namelijk van mening dat de economische groei en de daling van de werkloosheid op een niveau zijn aangekomen dat 'taperen' gerechtvaardigd is. De Fed laat de rente voor nu weliswaar ongewijzigd, maar verwacht voor dit jaar drie renteverhogingen.



Figuur 1. De inflatie in de VS en in de EU bevindt zich op het hoogste niveau van de laatste 40 jaar

De ECB is nog steeds van mening dat de hoge inflatie, gedreven door de coronapandemie, tijdelijk van aard is en dat we daarna snel terugkeren naar de lage inflatieniveaus van voor de crisis. De ECB stopt in maart 2022 overigens wel met de noodsteun. Het reguliere opkoopprogramma van obligaties gaat daarentegen in Q2 2022 omhoog van 20 naar 40 miljard euro per maand, waarna het in Q3 en Q4 2022 naar respectievelijk 30 miljard euro en 20 miljard euro per maand gaat. Een wat omslachtige manier om het ruime monetaire beleid licht terug te schroeven. De ECB verwacht dat de rente komend jaar niet verhoogd zal worden. Gegeven de hoge overheidsschulden zal de ECB waarschijnlijk een langdurig hogere tolerantie hebben voor inflatie die boven het streefniveau van 2% ligt.

'What to do in the case of sustained inflation' is een interessante studie van James Montier en Philip Pilkington die een goed inzicht geeft in wat goede inflatiehedges zijn. Daarbij draait het vooral om het vinden van investeringen die koopkrachtbehoud bieden. Conclusie is dat value aandelen de beste keuze is, en dan specifiek aandelen van grondstofgerelateerde bedrijven. In de verschillende portefeuilles wordt hierop ingespeeld middels investeringen in olie- en gasbedrijven, maar ook door te beleggen in bijvoorbeeld AMG, een producent van speciale metalen gericht op de energietransitie. Ook onze beleggingen in agrochemische bedrijven, zoals bijvoorbeeld OCI, zijn een indirecte manier om in te spelen op hogere grondstofprijzen.



Figuur 3. De reële junk bond US rendementen (= Junk yield – CPI %) zijn inmiddels negatief. In 1973 werd door Stanford-economen Shaw en McKinnon de term ‘financiële repressie’ geïntroduceerd. Het gaat hier om overheidsbeleid dat spaarders straft met een lager rendement dan de inflatie, om op die manier lenen voor zichzelf (en bedrijven) goedkoper te maken, daarbij de terugbetalingslasten reducerend. Sinds de kredietcrisis van 2008 - 2009 is financiële repressie een tool geworden die door de ontwikkelde landen op grote schaal wordt toegepast. Reële rendementen zitten op het laagste niveau sinds 1974. Mogelijke risico's van het huidige beleid zijn hyperinflatie, stagflatie of een ongecontroleerde schuldspiraal.

Value Mandaat

Het Value Mandaat heeft dankzij een sterke maand december een goed vierde kwartaal achter de rug. Daarmee is 2021 een goed beleggingsjaar geworden voor alle vijf de beleggingsprofielen: defensief 7%, gematigd defensief 9%, neutraal 15,6%, ondernemend 18,9% en offensief 20,6%. De bovengemiddeld goede rendementen van de profielen met een minder risico komt voor een groot deel door de onderweging van obligaties in de portefeuilles.

In de portefeuille is de Franse bouwmaterialenspecialist **Saint-Gobain** verkocht en is de weging in **Euronav** en **ING** verlaagd. Ook de positie in **Teekay LNG** is geheel verkocht. De LNG-vervoerder heeft van investeerder Stonepeak een bod van 17 USD per aandeel ontvangen. De directie en de grootaandeelhouder bevelen het bod aan. Het bod is teleurstellend gezien de goede perspectieven voor zowel de industrie als de onderneming. Ook op basis van recente markttransacties en de eigen presentaties waarbij Teekay altijd hogere multiples gebruikte en meer dan 25 USD per aandeel als fair value zag. Na een gesprek met de CFO en een nadere analyse van de casus concluderen we dat een hoger bod vrij onwaarschijnlijk is, zeker ook omdat de grootaandeelhouder, met bijna 42% van de aandelen, zich achter het bod geschaard heeft.

Nieuw in portefeuille is de Franse onderneming **Faurecia**.

De onderneming is één van de grootste toeleveranciers aan de wereldwijde auto-industrie. **Faurecia** is sinds 2020 een onafhankelijke speler nadat grootaandeelhouder Stellantis haar aandelen van de hand heeft gedaan. **Faurecia** is onderverdeeld in vier segmenten, namelijk zetels, interieurcomponenten, ‘clean mobility’ zoals powertrain- en uitstootsystemen en Clarion Electronics, gericht op rij-assistentie (ADAS), sensoren, display- en beheersystemen. In één op de drie wereldwijd geproduceerde wagens bevindt zich



een stukje technologie van **Faurecia**. **Faurecia** is een aantrekkelijk gewaardeerde onderneming om in te spelen op het verwachte herstel in de autosector. **Faurecia** heeft ook last van het tekort aan onderdelen benodigd voor de productie van auto's. Deze ontwikkeling zal waarschijnlijk tot diep in 2022 en wellicht tot in 2023 aanhouden. Waarschijnlijk zal er ergens in 2022 of 2023 een flinke inhaalslag worden gemaakt in de autoproductie, een ontwikkeling waar **Faurecia** van zou moeten kunnen profiteren. Onder normale marktomstandigheden zou de onderneming rond de 6,5 à 7 euro per aandeel moeten kunnen verdienen. De huidige beurskoers prijst dit herstel niet in.

Er is een nieuwe positie opgebouwd in het Britse postbedrijf **Royal Mail Group**. Hiermee investeren we in een onderneming waarvan een deel (post per brief) in structureel verval is en waar het andere deel, de bezorging van pakketjes, een hoog competitieve activiteit is. Echter, het bedrijf heeft in het pakketjessegment door covid een forse groei gezien, waarvan een groot deel als duurzaam kan worden aangemerkt. Daarnaast heeft het bedrijf een forse inhaalslag gemaakt op het vlak van automatisering en efficiency, heeft het sterke marktposities en een dito balans. Dit alles wordt onvoldoende gereflecteerd in de koers en bijbehorende waardering, zowel in absolute als relatieve zin.

Technip Energies is dit voorjaar ontstaan als een afsplitsing van TechnipFMC. **Technip Energies** is een Frans engineering- en technologiebedrijf dat zogenaamde EPCC-contracten (Engineering, Procurement, Construction and Commissioning) uitvoert voor de grote

energiemaatschappijen en olie- en gasconcerns. Denk hierbij aan de bouw van olie- en gasinstallaties, (bio)raffinaderijen, LNG-terminals, waterstofinstallaties en industriële installaties. Technip Energies richt zich er vooral op om een rol te spelen in de energietransitie en het helpen van klanten om hun doelstellingen op dit gebied waar te maken. **Technip Energies** richt zich op projecten op zowel het gebied van fossiele energie (in het bijzonder LNG) als op het gebied van duurzame energiebronnen zoals waterstof en offshore windenergie. De waardering is in absolute en relatieve zin aantrekkelijk en de onderneming is schuldenvrij. Er is een kleine positie opgebouwd voor de portefeuille.

Ook in de onafhankelijke tankterminaloperator **Vopak** is een positie opgebouwd. Vopak rapporteerde halfjaarcijfers die licht onder de verwachtingen lagen, waarop de koers van het aandeel behoorlijk onderuitging. Dit bood de gelegenheid om op een mooi niveau een positie op te bouwen. Vopak heeft de afgelopen jaren flink geïnvesteerd in snelgroeiende gebieden en in opslagfaciliteiten voor gas (LNG), chemische producten en nieuwe energie. Dit gaat ten koste van de langzaam groeiende regio's en olie. De investeringen zullen de komende jaren aan het resultaat moeten gaan bijdragen. De aandelen Vopak zijn eigenlijk altijd redelijk stevig aan de prijs, maar de koersdaling sinds begin 2020 heeft de aandelen een stuk aantrekkelijker gemaakt. Vooral de sterke marktpositie, de hoge rendabiliteit, de hoge marges en het progressieve dividend maken Vopak tot een interessant aandeel.



Dividend Mandaat

Het Dividend Mandaat, voorheen Hoog Inkomen Mandaat genaamd, heeft een uitstekend jaar achter de rug. Hoewel de rentestanden nog laag zijn, is de trend omhoog ingezet en dat maakt aandelen met een mooi dividend aantrekkelijk.

In de portefeuille is **Teekay LNG** verkocht, nadat duidelijk is geworden dat het bod van 17 USD per aandeel ook het eindbod was. De positie in **Euronav** is verkocht omdat het dividend te wisselend en momenteel te laag is om nog aan te houden voor inkomensgerichte portefeuilles. De langetermijnperspectieven van deze Belgische olietankerreedrij blijven niettemin goed.

In het afgelopen kwartaal is een positie in de Britse onderneming **Unilever** opgebouwd. **Unilever** is een sterke internationale producent van consumentengoederen, levensmiddelen, wasmiddelen, geuren, schoonheids-, huishoud- en persoonlijke verzorgingsproducten. Het uitgebreide portfolio van consumentenproducten omvat ongeveer 30 wereldwijde merken - waaronder **Hellmann's** (mayonaise), **Knorr** (soepen), **Axe** (deodorant) en **Dove** (zeep) - die elk meer dan EUR 1 miljard per jaar omzetten. Unilever verkoopt haar producten wereldwijd via ongeveer 25 miljoen winkels. De diverse klantenkring loopt uiteen van grote traditionele 'bricks and mortar' winkelpartners (de grootste groep in termen van verkoop) tot online-only retailers, kleine familiebedrijven en value-retailers.

Unilever is t.o.v. de concurrentie laag gewaardeerd en ook afgezet tegen de eigen historische waardering handelt het op een korting. De hogere grondstofprijzen en transportkosten zijn wel een issue op de korte termijn, maar we verwachten dat de onderneming deze met enige vertraging kan doorberekenen. Unilever keert elk kwartaal dividend uit en op jaarbasis levert dit een dividendrendement op van 3,8%. De mogelijke opsplitsing van het bedrijf is een interessante optie, maar vooralsnog opportuun.



Ook de Belgische verzekeraar **Ageas** is toegevoegd aan de portefeuille. Deze verzekeraar is voortgekomen uit de oude Fortisboedel en is feitelijk een soort van holding, met Europese en Aziatische verzekeringsactiviteiten en restactiviteiten uit het Fortis-verleden. De onderneming draait operationeel goed en is aantrekkelijk gewaardeerd met een mooi dividendrendement van rond de 6%. Er zijn in de afgelopen jaren al diverse geruchten geweest over partijen die interesse zouden hebben om **Ageas** over te nemen en vervolgens op te splitsen. We denken dat dit geen onrealistisch scenario is.

Op dit moment bestaat het Dividend Mandaat uit 40 posities, waarvan 37 aandelen en 3 preferente aandelen. Het dividendrendement bedraagt op de huidige koers 4,6%, de onderliggende cashflow uit de beleggingen is kortom aantrekkelijk te noemen.



Beursgenoteerd vastgoed Mandaat

Na een sterke eerste helft van het jaar, heeft beursgenoteerd vastgoed in de tweede helft van 2021 een pas op de plaats moeten maken. De oplopende rente is de belangrijkste reden hiervoor. Niettemin is 2021 een prima jaar geweest voor beursgenoteerd vastgoed. Dankzij de sterke fundamenten blijft de sector aantrekkelijk gewaardeerd, zowel in absolute als in relatieve zin. De oplopende rente verandert hier niet veel aan. Historisch gezien is er ook geen duidelijk verband tussen de hoogte van de rente en de rendementen van beursgenoteerd vastgoed. Dat beursgenoteerd vastgoed dankzij indexatie ook enige mate van inflatiebescherming biedt, zal zeker meehelpen.

Opvallend is het verschil in waardering tussen privaat vastgoed en beursgenoteerd vastgoed, waarbij de laatste op een flinke korting van de eerste noteert. Dit heeft afgelopen jaar tot de nodige overnames geleid. Dit speelt ook in onze vastgoedportefeuilles. Zo heeft grootaandeelhouder Gazit-Globe het bod op de Oostenrijkse winkelvastgoedonderneming **Atrium European RE** verhoogd van 3,35 naar 3,65 euro per aandeel. Een prima uitkomst waar de directie van Atrium European RE en de overige aandeelhouders zich inmiddels ook achter hebben geschaard. De transactie zal in het eerste kwartaal van 2022 worden afgerond. We houden de grote positie in portefeuille aan. Daarnaast is **Vonovia** er eindelijk in geslaagd om **Deutsche Wohnen** over te nemen. We hebben meegedaan met de kapitaalverhoging van **Vonovia**.

Verder zien we behoorlijk grote verschillen in koersontwikkeling tussen de verschillende subsectoren. Vooral logistiek vastgoed, zelfopslag en, naar gelang regio en kwaliteit, kantoren vallen hierbij in positieve zin op, terwijl retailvastgoed het moeilijk blijft houden. Ongeacht welke subsector, er is schaarste aan kwalitatief goede en duurzame panden. Dit speelt zelfs bij de grote Europese winkelcentra, waar er al enige tijd geen nieuw aanbod meer bijkomt.

In de portefeuille is de in het derde kwartaal verkochte Belgische zorgvastgoedonderneming **Aedifica** weer teruggekocht op een beduidend lager niveau. De fundamenten van de nichemarkt voor zorgvastgoed blijven goed, terwijl **Aedifica** gestaag de portefeuille weet uit te bouwen.

Ook is er weer een positie in **Klepierre** opgebouwd. Deze Franse retailvastgoedonderneming kwam met verrassend goede kwartaalcijfers en heeft de outlook voor heel 2021 verhoogd. Hoewel de onzekerheden rondom retailvastgoed blijven, biedt deze markt selectief interessante kansen.

Het Beursgenoteerd vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 24 posities, gespreid over een groot aantal segmenten en geconcentreerd op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt 3,3%.



Conclusie

De huidige marktomstandigheden doen sterk denken aan de vroege stadia van een nieuwe periode van langjarige hoge inflatie. Globalisering lijkt af te nemen, de lonen lijken te stijgen omdat de arbeidsmarkten krap blijven, de energieprijzen zijn hoog en het aanbod wordt gedrukt door strengere eisen ten aanzien van duurzaamheid. De arbeidsproductiviteit lijkt niet dusdanig significant te verbeteren om deze ontwikkelingen te kunnen compenseren. De verstoringen van de bevoorrading zijn al groter dan het olie-embargo van begin jaren 70. Tegelijkertijd willen noch monetaire noch fiscale beleidsmakers de vraag (consumptie van goederen) aanzienlijk inperken en de economie vertragen. Aanhoudend hoge inflatie is inmiddels een serieus risico geworden en beleggers dienen in hun portefeuillesamenstelling hiermee rekening te houden.

2021 is een prima aandelenjaar geweest en de waarderingen op de beurzen zijn gemiddeld genomen hoog. Hoewel valuebeleggers ook op een prima 2021 kunnen terugkijken, zien we dat veel van onze beleggingen in absolute en relatieve zin nog steeds niet duur zijn en aanzienlijke opwaartse potentie bieden. Verder economisch herstel uit de coronapandemie en een geleidelijke normalisering van het monetaire beleid zijn potentiële katalysatoren voor hogere koersen van value aandelen.

Heeft u vragen, schroom dan niet om ons te bellen op tel. 035-2031035 of stuurt u een email naar 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.

Binnendoor 5
1261 EG Blaricum
T +31 (0)35 203 1035

info@ambassadorvermogensbeheer.nl

