



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

3e kwartaal 2021

De financiële markten hebben in het derde kwartaal een licht positief rendement weten te behalen. De mooie performance die gedurende de maand augustus werd behaald, werd in de laatste weken van september weer grotendeels prijsgegeven. Vooral de hogere inflatieverwachtingen, oplopende energieprijzen, zorgen over de Chinese vastgoedsector en het voorsorteren van meerdere centrale banken op een minder ruim monetair beleid zijn de belangrijkste redenen hiervoor.

De meest opvallende bewegingen doen zich dit jaar voor op de valuta- en grondstoffenmarkt. Vooral de Amerikaanse dollar en

het Britse pond vallen hierbij in positieve zin op. Ook de vaak sterk gestegen grondstofprijzen vallen op, in het bijzonder van grondstoffen die relevant zijn voor de energietransitie. Maar ook fossiele energie, zoals olie en gas, en uranium hebben een sterk jaar achter de rug. Gegeven de jarenlange structurele onderinvesteringen in veel grondstoffen, ziet het er naar uit dat deze trend nog wel enige tijd kan aanhouden. Alleen een flinke afkoeling van de Chinese economie zou roet in het eten kunnen gooien.

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices tot en met 30 september 2021

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 30-09-2021	%
AEX Index	771,94	23,6%
DAX Index	15260,69	11,2%
FTSE 100 Index	7086,42	9,7%
MSCI World Index (\$)	3006,60	11,8%
DJ Stoxx 600 Europe	454,81	14,0%
S&P 500 Index	4307,54	14,7%
EURUSD FX	1,1571	-5,3%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	262,52	-1,5%
Iboxx Liquid Corp. TR Index	237,83	-0,8%

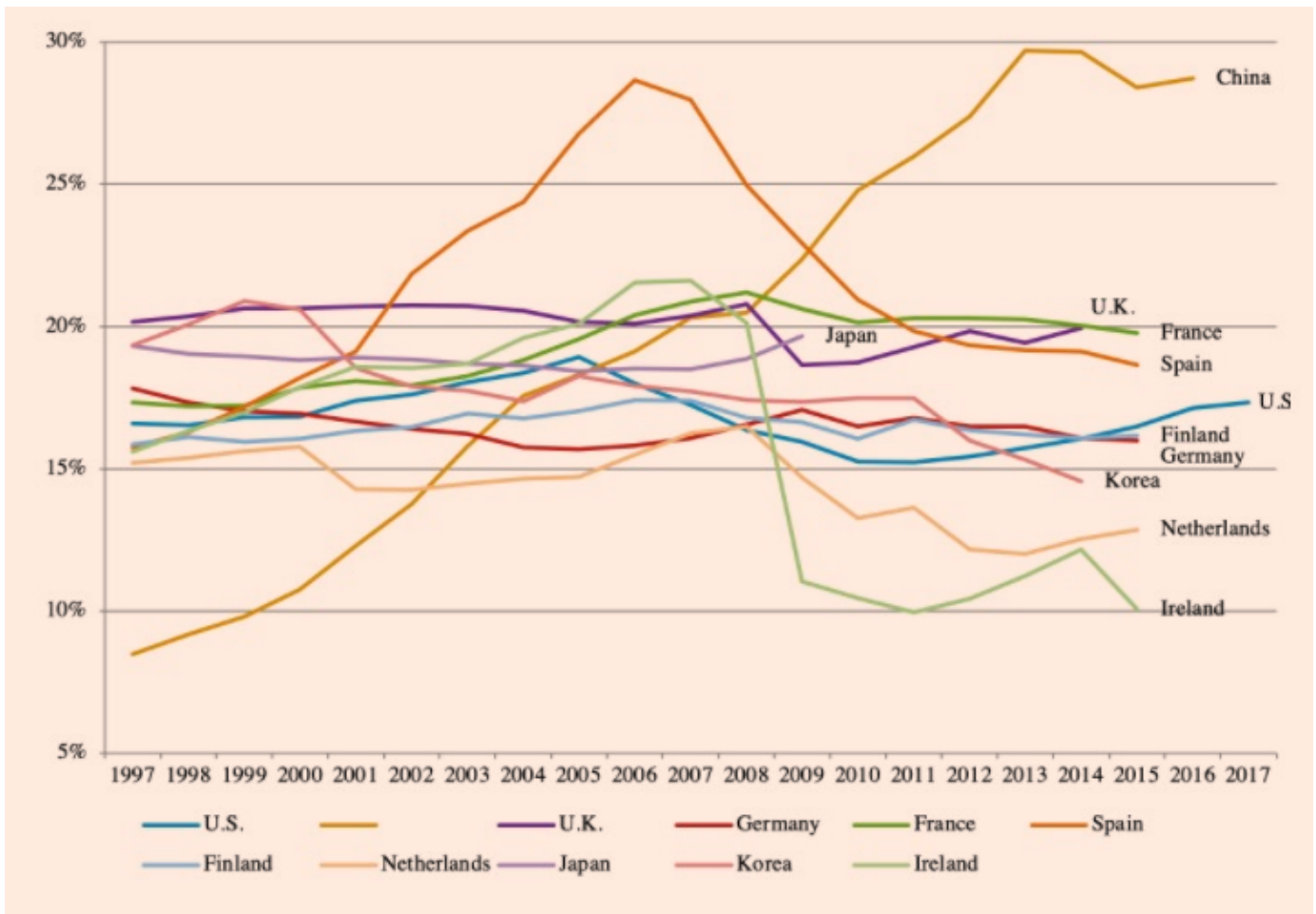
Achtergrond

Veel bedrijven hebben goede halfjaarresultaten gerapporteerd. Daarbij wisten veel bedrijven de vaak toch al hoge verwachtingen te overtreffen. Vooral banken, verzekeraars, oliewaarden, vastgoedondernemingen en grondstofgerelateerde ondernemingen wisten in veel gevallen positief te verrassen, een uitzondering daargelaten.

De tegenvallers zaten vooral aan de kant van de productiebedrijven die moeite hebben om de hogere kosten van transport, grondstoffen, verpakkingsmaterialen en arbeid door te berekenen. Diverse bedrijven, waaronder Anheuser-Busch Inbev, Unilever, Signify, Accell en Black &

Decker hebben om deze redenen al een lagere outlook voor de rest van 2021 afgegeven. We verwachten dat meer bedrijven hier in de tweede helft van 2021 last van zullen krijgen.

De schuldenproblematiek van de Chinese vastgoedgigant Evergrande zorgt op financiële markten voor de nodige onrust. De redenen hiervoor zijn een mogelijk besmettingsgevaar naar de financiële sector, in het bijzonder naar de Chinese banken en grote zorgen over de algehele gezondheid van de Chinese vastgoedsector. De Chinese vastgoedsector, bouw en infra is goed voor ongeveer 29% van het BBP van China hetgeen, zoals figuur 1 illustreert, een hoog percentage is.



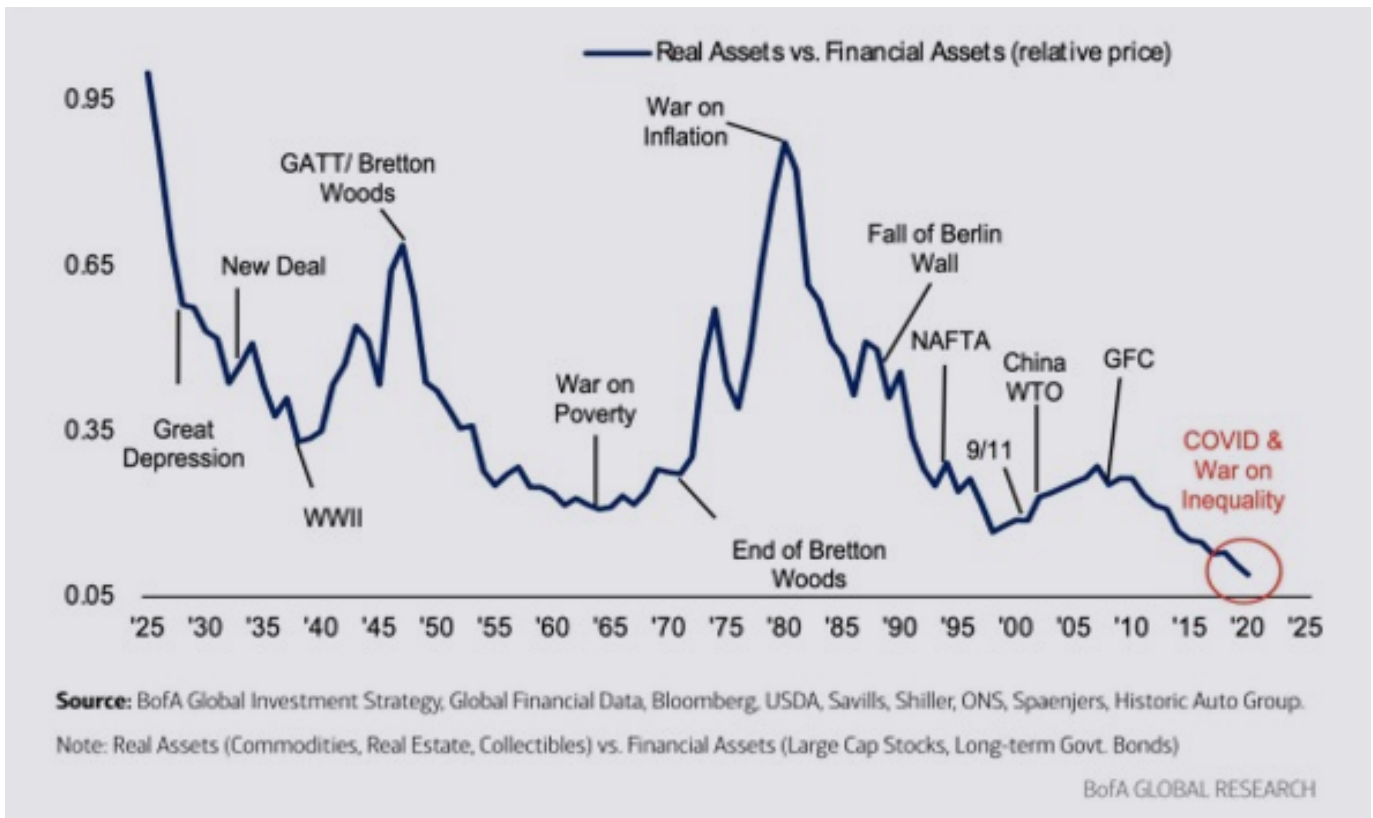
Figuur 1. De Chinese vastgoedsector is erg omvangrijk uitgedrukt in een percentage van het BBP. De Chinese overheid staat voor de uitdaging om de vastgoedsector terug te brengen naar een meer natuurlijk evenwicht van 10 - 20% van de economie, zonder de economische groei al te hard af te remmen. (Bron: www.voxeu.org)

Op dit moment is het nog onduidelijk hoe de Chinese overheid de problemen rond Evergrande zal oplossen. Het belangrijkste doel is om een systeemrisico en besmetting naar andere sectoren te vermijden. Daarnaast zal getracht worden om Chinese burgers, die een woning in aanbouw hebben of een investeringsproduct van Evergrande hebben gekocht, zoveel mogelijk te ontzien om binnenlandse onlusten te voorkomen. Internationale financiers zullen waarschijnlijk slechter af zijn dan Chinese. Los van de problemen bij Evergrande staat het Chinese groeimodel van 'bouwen, bouwen, bouwen' ter discussie. Immers, vastgoed vormt bij uitstek het spaarpotje voor de opkomende Chinese middenklasse. Een langdurig negatieve ontwikkeling hierin zou een serieuze impact hebben op de Chinese groei, iets waarmee we terdege rekening moeten houden.

De coronacrisis is in veel opzichten bijzonder geweest. Als we hier met een financieel economische bril naar kijken, dan zien we dat de vraagzijde boven verwachting goed overeind is gebleven en dat het economisch herstel veel sneller is verlopen dan aanvankelijk werd verwacht. De aanbodzijde daarentegen heeft flinke moeite om dit bij te

benen. Dit vindt zijn oorsprong in de door de coronacrisis veroorzaakte logistieke problemen en de vertragingen in de productieketens die nog eens verhevigd worden door de energietransitie en het handelsconflict tussen China en de VS. Hierdoor is er een tekort ontstaan aan veel onderdelen en eindproducten.

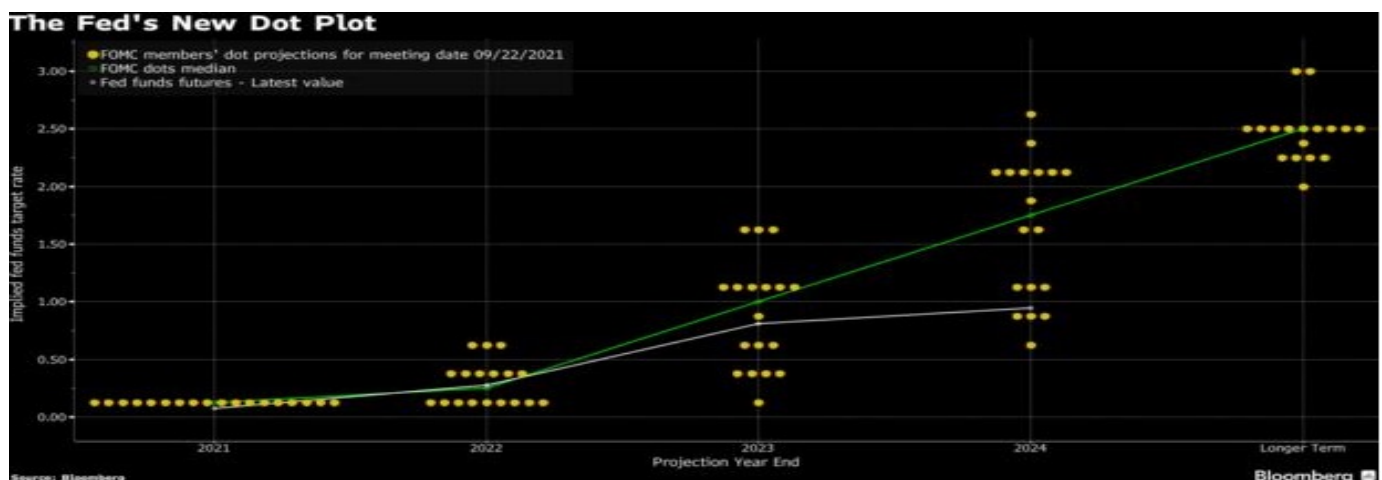
Inmiddels beginnen ook de hoge energieprijzen pijn te doen. Zo is de gasprijs dit jaar al verdubbeld. Vooral in Europa is de hoge gasprijs en het huidige tekort aan gas een groeiend probleem aan het worden. De beschuldigende vinger gaat al snel richting Gazprom, dat overigens gewoon volgens afspraak geleverd heeft, maar voorlopig niet bereid lijkt te zijn om meer te leveren. De lange koude winter die achter ons ligt, heeft bovendien gezorgd voor lagere voorraden, waarop te laat en verkeerd is geanticipeerd. In het kader van de energietransitie wordt gewerkt aan een 'groene' economie, het lijkt er echter steeds meer op dat er onvoldoende aandacht is voor het feit dat wel moet worden voorzien in de bestaande energievraag, die ondertussen flink doorgroeit. De hoge energieprijzen, in het bijzonder die van gas, lijken de hele winter te zullen aanhouden.



Figuur 2. De verhouding tussen reële activa, zoals grondstoffen en vastgoed, en financiële activa is op een all-time low aanbeland. Hoewel de transitie naar een digitale economie hierin een rol speelt, staan ook de investeringen in reële activa op een laag niveau.

Ondanks de hogere energieprijzen en de problemen in de productieketens zet het economische herstel in vooral de VS en Europa door. Centrale banken zijn inmiddels aan het voorsorteren om de zeer ruime monetaire steun te gaan afbouwen. Nu is het overigens al de vierde keer sinds de kredietcrisis van 2008 dat hierover gesproken wordt. Van de voorgaande keren hebben we geleerd dat dit doorgaans vrij geleidelijk gaat en dat er niet veel nodig is om dit proces te onderbreken dan wel terug te draaien.

De Amerikaanse centrale bank laat weten voornemens te zijn om het opkoopprogramma van staats- en hypotheekobligaties vanaf november af te willen bouwen. Op basis van de zogenaamde 'dot plot' (grafiek met verwachtingen t.a.v. toekomstige renteverhogingen, zie figuur 3) mag komend jaar in de VS een renteverhoging verwacht worden en in 2023 zelfs drie. Gegeven de gezonde economische groeicijfers en de hoge inflatie, valt het steeds lastiger vol te houden dat het huidige ruime monetaire beleid noodzakelijk is.



Figuur 3. Dot Plot - verwachtingen ten aanzien van toekomstige renteverhogingen door de Fed.

Value Mandaat

Het Value Mandaat heeft dankzij een sterke maand augustus een goed derde kwartaal achter de rug. De portefeuilles weten daarmee de goede performance uit de eerste helft van het jaar verder uit te bouwen.

In de portefeuille is de gehele positie in het Franse mediaconglomeraat Vivendi net voor de afsplitsing van kroonjuweel UMG verkocht. Het aandeel heeft, na een mooie koersstijging sinds aankoop, onze fair value nagenoeg bereikt. De reden om juist voor de afsplitsing van UMG de positie te verkopen, is omdat de afsplitsing als dividend in natura wordt gezien, waarop de Franse dividendbelasting van toepassing is.

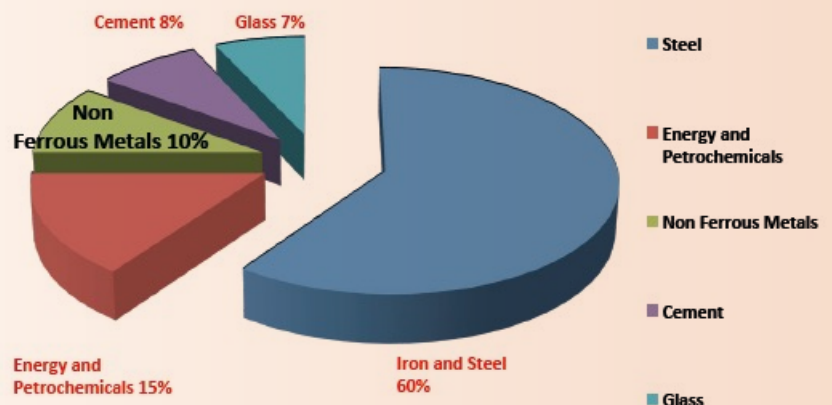
Ook de positie in China Mobile is verkocht. Aan de fundamentele uitgangspunten van het bedrijf is weinig veranderd, maar het wordt steeds lastiger om in het aandeel te kunnen handelen aangezien Amerikaanse investeerders en brokers niet meer in de grote Chinese telecombedrijven mogen beleggen.

De koersen van de meeste Duitse residentiële vastgoedondernemingen zijn behoorlijk teruggeslagen. Grote boosdoener is het adviserend referendum in Berlijn om verhuurders met meer dan 3.000 appartementen te onteigenen. Een kleine meerderheid van 56% van de kiezers is hiervoor. Hoewel het in de praktijk waarschijnlijk niet zo'n vaart zal lopen, zeker ook omdat de deelstaat Berlijn zich dit financieel niet lijkt te kunnen

permitteren, is meer regulering waarschijnlijk. De koersdaling bij de Duitse residentiële vastgoedonderneming Adler Group is in september echter disproportioneel groot geweest. Een iets hogere schuldgraad dan gemiddeld en meer ontwikkelingsprojecten in de boeken dan de concurrentie kan niet de verklaring zijn. Wel is er veel negatieve publiciteit rondom het bedrijf vanuit het verleden. Zo zijn er in het Duitse parlement vragen gesteld over de fusie van een aantal rechtsvoorgangers van Adler. Een fusie die destijds overigens door de aandeelhouders en de toezichthouder is geaccordeerd. Ook is het zo dat een grootaandeelhouder, die inmiddels 26% van de aandelen in handen heeft, deze aandelen in onderpand zou hebben gegeven om daarmee andere vastgoedinvesteringen te kunnen doen. Door de koersdaling zou hij in een precarie situatie gekomen zijn, wat de koers van Adler Group verder onder druk zet. Daarbovenop zijn ook nog een aantal shortsellers actief, hetgeen de koersdaling heeft versterkt. Bij de presentatie van de halfjaarcijfers eind augustus, heeft Adler Group de outlook voor 2021 juist verhoogd. We hebben de koersdaling aangegrepen om de positie uit te breiden.

Ook de posities in Bristol Myers-Squibb, Greatview Aseptic Packaging, Phoenix Group en Tessengerlo Group zijn opgehoogd. De wegingen in ING en NN Groep zijn verlaagd, beide bedrijven hebben een uitstekende koersontwikkeling laten zien en de wegingen in portefeuille waren te groot geworden.

Figuur 4. Overzicht van de belangrijkste afzetmarkten van de vuurvaste producten van RHI Magnesita.



De enige nieuwe positie in portefeuille is een Oostenrijkse onderneming met een Engelse beursnotering: **RHI Magnesita**. De onderneming is wereldmarktleider op het gebied van vuurvaste producten. Dit zijn producten die onmisbaar zijn bij veel industriële processen die onder extreem hoge temperatuur plaatsvinden, in het bijzonder bij de vervaardiging van staal. De onderneming is verticaal geïntegreerd en is op haar vakgebied de laagste kostenproducent. RHI Magnesita richt zich op eindmarkten die op lange termijn zouden moeten groeien; bijvoorbeeld met vlamboogovens die vier keer zoveel vuurvaste materialen als hoogovens gebruiken en waar China net op begint over te stappen. De onderneming heeft een hoge rendabiliteit op het geïnvesteerd kapitaal en kent een rendement op de vrije kasstroom van meer dan 10%. Tot slot doet de waardering van de onderneming op de huidige koers vermoeden dat we hier te maken hebben met een 'prijsvolgende' staalproducent, terwijl RHI Magnesita toch echt een volume gebonden dienstverlener is in een zeer essentieel deel van de markt.

Hoog Inkomen Mandaat

Ook Het Hoog Inkomen Mandaat heeft de sterke eerste helft van het jaar een vervolg weten te geven in het afgelopen kwartaal. Vooral de financiële waarden en de energiesector hebben hieraan bijgedragen. Beide sectoren wisten uitstekende halfjaarcijfers te overleggen. Banken mogen vanaf 1 oktober dividendbetalingen hervatten en de verwachting is dat de ruime kapitalisatie voor een groot deel gebruikt zal worden om eigen aandelen in te kopen. Diverse banken waaronder ING hebben inmiddels aangegeven dit te gaan doen.

In de portefeuille is de grote positie in **ING** verlaagd en is de gehele positie in **China Mobile** verkocht. De posities in **Bristol Myers-Squibb** en **Tate & Lyle** zijn juist verder uitgebreid.

Er is een positie geïnitieerd in het Zwitserse bedrijf **Holcim**, dat wereldmarktleider is in innovatieve en duurzame bouwoplossingen.

Holcim produceert en verkoopt stortklaar beton, cement, klinkers en hulpstoffen, en levert advies- en ingenieursdiensten op alle gebieden van het cementproductieproces. De onderneming exploiteert wereldwijd cementproductiefaciliteiten en kent vier bedrijfssegmenten: Cement, Stortklaar Beton, Aggregaten en Solutions & Products. Met Holcim spelen we in op het sterke economische herstel. Om de economische groei aan te jagen zal de komende jaren veel geïnvesteerd worden in infrastructuur en bouw, een ontwikkeling waarvan Holcim zou moeten kunnen profiteren. De onderneming heeft een vrij conservatieve outlook voor de tweede helft van 2021 afgegeven. Gegeven de sterke eindmarkten, kostenbesparingen en de focus op margeverbetering dankzij gerichte aan- en verkopen, zou Holcim in staat moeten zijn om de resultaten de komende jaren verder te laten groeien. Holcim is in absolute en relatieve zin niet duur en weet een dubbelcijferig rendement op de vrije kasstroom te genereren. Het dividendrendement bedraagt ongeveer 4,4%.

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 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 stukken aantrekkelijker gemaakt. Vooral de sterke marktpositie, de hoge rendabiliteit, de hoge marges en het progressieve dividend maken Vopak tot een interessant aandeel.

Op dit moment bestaat het Hoog Inkomen Mandaat uit 39 posities, waarvan 36 aandelen en 3 preferente aandelen. Het dividendrendement bedraagt op de huidige koers 4,2%, de onderliggende cashflow uit de beleggingen is kortom sterk te noemen.



Figuur 5. Tankopslagbedrijf Vopak

Vastgoed Mandaat

Beursgenoteerd vastgoed heeft na een prima eerste helft van het jaar, in het derde kwartaal een pas op de plaats moeten maken. De oplopende rente aan het eind van het derde kwartaal speelt hierbij een belangrijke rol. Daarnaast hadden Duitse residentiële vastgoedondernemingen last van de uitkomst van een referendum in Berlijn, waarbij een kleine meerderheid van 56% van de stemmers aangaf voor de onteigening van grote verhuurders die meer dan 3.000 appartementen bezitten te zijn. Het betreft een adviserend referendum, waarbij het onduidelijk is wat dit voor consequenties heeft. We denken dat het in de praktijk wel mee zal vallen, zeker ook omdat de verschuiving die de verkiezingen van de Duitse Bundestag met zich meebracht, minder diepgaand was dan vooraf werd verwacht. Wel zal het de problemen op de woningmarkt in Berlijn niet verkleinen, aangezien investeerders nog terughoudender zullen worden met investeringen in nieuwe woningen en appartementen. In vergelijking met andere grote Europese steden blijven appartementen in Berlijn, zowel qua prijzen als qua huren, tot de allergeoedkoopste behoren.

In de portefeuille is de positie in de Belgische zorgvastgoed-onderneming **Aedifica** geheel verkocht. De onderneming is weliswaar actief in een

aantrekkelijke nichemarkt met goede perspectieven, maar dat wordt ook volledig in de sterk opgelopen koers verdisconteerd. Hetzelfde geldt voor de Zweedse logistieke vastgoedonderneming **Catena**.

De opbrengst van deze verkopen staat op het punt om herbelegd te worden, omdat we vinden dat de terugval in de koersen van Europees beursgenoteerd vastgoed eind september, de mogelijkheid biedt om een aantal mooie vastgoedbedrijven op aanmerkelijk lagere koersen aan te schaffen.

Op de Oostenrijkse winkelvastgoedonderneming **Atrium European RE** is door grootaandeelhouder Gazit-Globe een overnamebod 3,35 euro per aandeel gelanceerd. Het is overigens niet de eerste keer dat de grootaandeelhouder zijn ambities laat blijken. Door de directie van Atrium European RE is een onafhankelijke commissie ingesteld om het voorstel te bestuderen en om met een advies te komen. We houden de grote positie in portefeuille aan en wachten verdere berichtgeving af.

Het Vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 22 posities, gespreid over een groot aantal segmenten en geconcentreerd op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt 3,3%.

Conclusie

Het economisch herstel is sinds het voorjaar van 2020 snel en sterk geweest. Een sterk aanpassingsvermogen in combinatie met omvangrijke hulppakketten van overheden en het ruime monetaire beleid hebben hier zeker flink aan bijgedragen. De aanbodzijde is hier echter behoorlijk bij achtergebleven. Logistieke problemen en tekorten aan onderdelen, verpakkingsmaterialen en gekwalificeerde werknemers vergroten deze kloof alleen maar. Daarbij beginnen de sterk gestegen energieprijzen ook steeds meer pijn te doen.

Deze omgeving van hoge inflatie en een economische groei die begint af te vlakken, stelt centrale banken voor een dilemma. We zien momenteel een omslag in het denken bij de beleidsmakers van centrale banken, met uitzondering van de ECB, om het

monetaire beleid te gaan verkrappen. Het huidige economische herstel met oplopende inflatie en rente is per saldo niet ongunstig voor valuebeleggers.

De valueportefeuilles hebben tot eind september een goed jaar achter de rug. Niettemin blijven valueaandelen in absolute en relatieve zin goedkoop.

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. 8 oktober 2021

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

