



# Ambassador Vermogensbeheer

## Kwartaal Update

1<sup>e</sup> kwartaal 2021

De financiële markten hebben een nerveus kwartaal achter de rug. Niettemin hebben de meeste aandelenmarkten een positieve start van het jaar laten zien. Vooral value aandelen en cyclische waarden hebben in het afgelopen kwartaal weten te profiteren van verbeterde economische vooruitzichten, hogere inflatieverwachtingen en oplopende rentestanden. Daarbij wisten de ontwikkelde markten doorgaans betere resultaten te boeken dan veel opkomende markten. Hogere rentestanden en een sterkere Amerikaanse dollar zijn de belangrijkste verklaringen waarom opkomende markten het juist minder deden. De aandelen die in 2020 de beste resultaten lieten

zien, deden het in Q1 2021 juist wat minder, met uitzondering van de chipproducenten die juist op een sterke start van het jaar kunnen terugkijken.

De obligatiemarkten hebben een negatieve start van het jaar laten zien en dat is geheel toe te schrijven aan oplopende rentes. Vooral de lange rente in de VS liet procentueel gezien een sterke stijging zien. Als gevolg hiervan lieten de koersen van langlopende staats- en bedrijfsobligaties een behoorlijke daling zien.

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices over 2020.

| Aandelen ontwikkelde markten            | Koers 31-3-2021 | %     |
|-----------------------------------------|-----------------|-------|
| AEX Index                               | 699,85          | 12,1% |
| DAX Index                               | 15008,34        | 9,4%  |
| FTSE 100 Index                          | 6713,63         | 3,9%  |
| MSCI World Index (\$)                   | 2811,70         | 4,5%  |
| DJ Stoxx 600 Europe                     | 429,60          | 7,7%  |
| S&P 500 Index (\$)                      | 3972,89         | 5,8%  |
| EURUSD FX                               | 1,1729          | -1,6% |
| <b>Vastrentende waarden</b>             |                 |       |
| Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR | 257,14          | -3,5% |
| Iboxx Liquid Corp. TR Index             | 237,50          | -0,9% |

### Achtergrond

Het verhaal van 2021 is vooralsnog dat de rentestanden aan het oplopen zijn vanwege de verwachte goede economische vooruitzichten en het oplopen van de inflatie. Hoewel de stijging van de rente procentueel fors oogt, moeten we ons wel realiseren dat de rentes in historisch opzicht nog steeds erg laag zijn. Centrale banken blijven niettemin aangeven dat, ondanks de oplopende rentes, de inflatievooruitzichten laag zijn. Zo laat de Amerikaanse Centrale Bank (FED) weten dat een renteverhoging tot 2023 niet aan de orde is.

Voor 2021 wordt in de VS een economische groei van 6,5% verwacht. Eerdere prognoses gingen nog van 4% uit. De FED verwacht dat de inflatie dit jaar beduidend boven de 2% uitkomt, maar dat dit een tijdelijk en geen duurzaam fenomeen is. Een dergelijke meerjarige voorspelling mag overigens met een korreltje zout genomen worden.



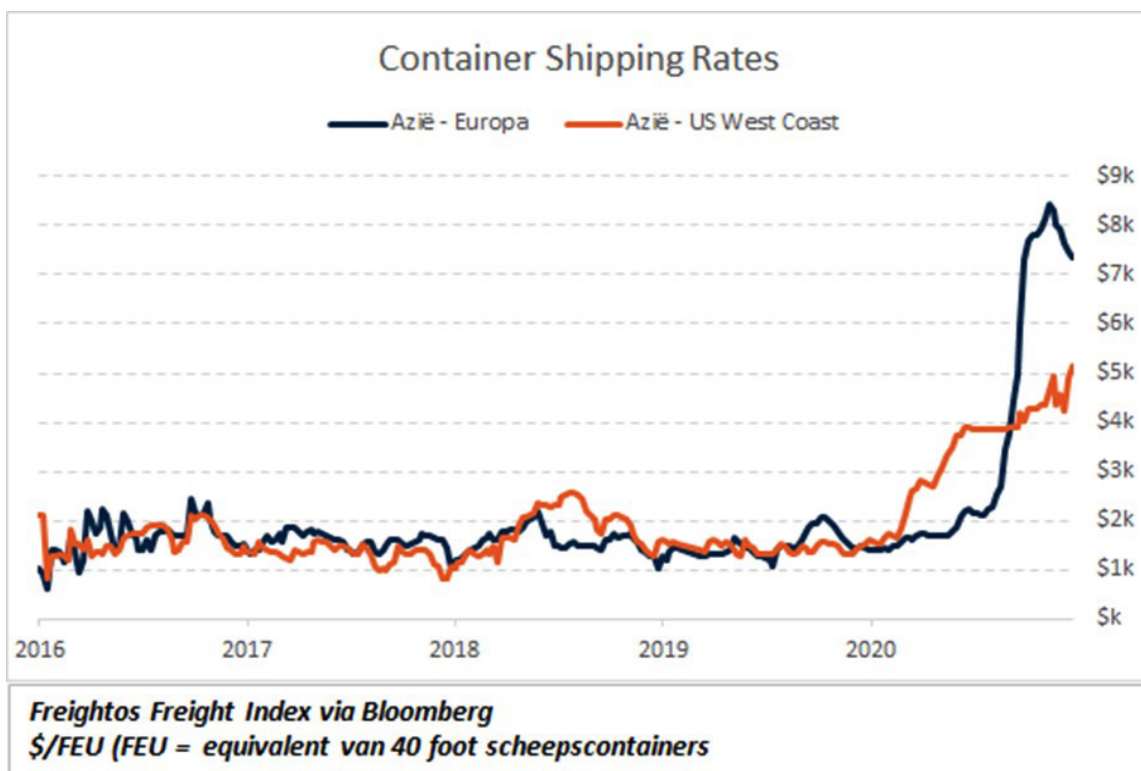
Figuur 1. De inflatieverwachtingen in de VS zijn in korte tijd sterk opgelopen.

Uit de rentebewegingen van de laatste weken valt op te maken dat de markten twijfelen aan de woorden van de FED en willen testen tot hoever de rente mag oplopen. Was er in 2009 sprake van te weinig fiscale stimulering, nu lijkt het erop dat er eerder te veel wordt gestimuleerd.

Met name de 1.900 miljard USD aan fiscale steun en plannen voor nog eens 2.250 miljard USD aan investeringen in infrastructuur, het elektriciteitsnet, gezondheidszorg en wetenschap in de VS zijn erg fors. Vooral omdat het economisch herstel, zoals het zich nu laat aanzien, zal doorzetten en dan met name in de landen die

vooroplopen met de vaccinatieprogramma's zoals de VS, het VK en Israël. De Europese Unie loopt qua vaccinatievoortgang en verwacht economisch herstel ongeveer twee maanden achter.

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft bij de laatste vergadering laten weten de rente onveranderd te zullen houden. Wel wordt het inkoopprogramma van obligaties versneld om zo de oplopende rente te drukken. Per saldo blijft het totale bedrag van 1.850 miljard euro om obligaties op te kopen voorlopig ongewijzigd.



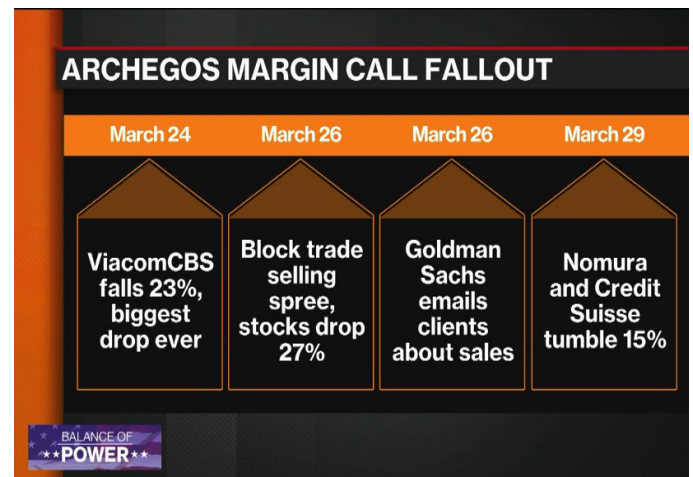
Figuur 2. De vervoerstarieven van containerschepen zijn in korte tijd meer dan verviervoudigd.

De wereldhandel werd eind maart abrupt verstoord door het gestrande containerschip Ever Given in het Suezkanaal, waardoor de doorvaart volledig werd geblokkeerd. Dit incident zorgde voor sterk oplopende tarieven voor zeetransport en had ook een behoorlijke impact op de energieprijzen. Het containerschip is onder leiding van Smit Salvage, een dochteronderneming van Boskalis, na bijna een week vlot getrokken. De impact op de wereldhandel zal echter nog langere tijd voelbaar zijn. Het maakt eens te meer duidelijk hoe kwetsbaar de internationale handelsstromen voor bepaalde verstoringen zijn. Het zal de tendens van meer lokale productie en het verminderen van de afhankelijkheid van de internationale handelsketen versterken. Ontwikkelingen die in beginsel een opwaarts effect op de prijzen van goederen zullen hebben.



*Figuur 3. Het vastgelopen containschip Ever Green werd na een week vlot getrokken onder leiding van Smit Salvage, een dochteronderneming van Boskalis, een van onze posities in de valueportefeuille. De reddingactie was een stukje echte 'Hollands Glorie' en werd breed uitgemeten in de internationale pers.*

Verder viel recent een aantal opmerkelijke excessen in de markt op: de liquiditeitsproblemen bij de Australische schaduwbank Greensill, de margin call bij Archegos Capital Management en de gedwongen verkopen van haar investeringen die hiermee gemoeid waren. We hebben dit ook al aangekaart in de vorige Market Update, maar dit soort excessen zijn grotendeels toe te schrijven aan het bijzonder ruime monetaire beleid van centrale banken dat aanzet tot speculatie en het accepteren van zeer hoge risico's. Een normaler functionerende kapitaalmarkt met hogere rentes zou welkom zijn om dit soort excessen de kop in te drukken.



*Figuur 4. De implosie van hedgefonds Archegos Capital Management zadelt diverse zakenbanken met miljardenverliezen op.*

## Value Mandaat

Het Value Mandaat heeft een sterke start van het jaar gehad. De opgelopen rentes, hogere grondstofprijzen, hogere rentestanden en het verwachte sterke economisch herstel hebben value aandelen een stevige duw in de rug gegeven en dat zien we terug in de rendementsontwikkeling van deze portefeuilles.

In de portefeuille zijn de posities in Aegon, Hammerson, Heijmans, Total Produce en ViacomCBS geheel verkocht. Aegon heeft een hoger risicoprofiel dan de andere Nederlandse verzekeraars en kent daarnaast een lager dividendrendement. Bouwonderneming Heijmans en internationale fruitdistributeur Total Produce hebben sinds aankoop een mooie koersstijging laten zien en noteren inmiddels rond onze fair value. De casus rondom Hammerson is door de coronacrisis geheel op de schop gegaan. Het geplaagde Britse winkelvastgoedbedrijf heeft sinds de aankondiging van het vaccinnieuws, begin november 2020, een sterke koersontwikkeling laten zien. Inmiddels is het verwachte economische herstel meer dan ingeprijsd en zien we betere alternatieven. ViacomCBS heeft sinds aankoop een opmerkelijke koersbeweging laten zien. De koers daalde in eerste instantie fors vanwege zorgen over de forse schuldenpositie.

Dit was in onze ogen overtrokken, vorig jaar hebben we van de gelegenheid gebruik gemaakt om op flink lagere niveaus bij te kopen. Het koersherstel sinds het laagste niveau is op zijn minst opmerkelijk te noemen en inmiddels is de fantasie rondom de potentie voor streamingdiensten meer dan ingeprijsd.

Een deel van de cashpositie is gebruikt om bestaande posities in Aercap, Bristol Myers-Squibb, Carrefour, China Mobile en GlaxoSmithKline op te hogen. Nieuw in portefeuille zijn ABN Amro en Saint Gobain. De Nederlandse bank ABN Amro weet de laatste tijd veel negatieve publiciteit te generen, vooral vanwege tekortschietend toezicht op witwasdossiers. Ook qua resultaat is 2020 een teleurstellend jaar geworden, waarbij er overigens voor 2021 een sterk herstel verwacht wordt. ABN Amro gaat de komende jaren haar zakenbankdivisie verkopen, waardoor het risicoprofiel aanzienlijk omlaag gaat en de voorspelbaarheid van het resultaat flink verbeterd. ABN Amro moet vanwege de sterke balans in staat zijn om het uitgestelde dividend van 0,68 euro per aandeel uit te keren. Hiervoor is het wachten tot de ECB de regels voor het uitkeren van dividend verder versoepelt. Dit zal op zijn vroegst gebeuren in het najaar van 2021. Na het afwikkelen van de witwasaffaire en de afbouw van de

zakenbank ontstaat een retailbank die genormaliseerd ergens rond de 1,50 euro per aandeel kan verdienen. Op de huidige koers is ABN Amro dan ook niet duur. Dit laatste geldt overigens voor het grootste deel van de bankensector.



*Figuur 5. De Nederlandse bank ABN Amro maakt op de beurs turbulente tijden mee.*

Het Franse bedrijf Saint-Gobain is een internationaal opererende bouwmaterialengroep die actief is in meerdere sectoren, waaronder de productie en distributie van bouw- en isolatiematerialen, de productie van autoglas en de productie van innovatieve materialen. Ongeveer 75% van de omzet komt van producten voor de bouwmarkt, vooral voor woningbouw en -renovatie. De overige 25% van de omzet komt uit de ontwikkeling en toepassing van innovatieve materialen zoals hoogwaardige plastics, keramiek, textiel, glas etc. Deze worden toegepast in de bouw en vervaardiging van stadions, de automobielsector, de luchtvaart, gezondheidszorg, defensie en water- en wegenbouw. De onderneming heeft na een moeizame eerste helft van 2020 in de tweede helft van het jaar een ijzersterk resultaat laten zien. Saint-Gobain is een in absolute en relatieve zin aantrekkelijk gewaardeerde en gestaag groeiende onderneming. De onderneming is ondanks het cyclische karakter toch redelijk recessiebestendig gebleken, vooral vanwege de diversificatie van de activiteiten en eindmarkten, waarbij ze in staat is om potentieel hogere kosten grotendeels door te berekenen aan eindklanten. De onderneming werkt aan het structureel verbeteren van de marges door minder rendabele activiteiten af te stoten, door kostenbesparingen en koopt daarnaast eigen aandelen in. Als Saint-Gobain hierin slaagt, dan hoort daar een aanzienlijk hogere waardering bij.

Voor de meer defensieve portefeuilles is de positie in een ING perpetuele floater lening geheel verkocht en voor een groot deel gebruikt om de bestaande positie in een Aegon perpetuele floater lening op te hogen. Het zijn vergelijkbare instrumenten, waarbij de laatstgenoemde meer opwaartse potentie heeft gezien de lagere koers. Verder zijn de weggingen in de obligaties van Paragon Group, Tessengerlo en VGP verzwaard. Nieuw in portefeuille zijn de obligaties van HSBC, Iron Mountain en Vienna Insurance Group. Deze obligaties hebben met elkaar gemeen dat ze een hoger rendement hebben dan op basis van hun kredietwaardigheid zou mogen worden verwacht.

## Hoog Inkomen Mandaat

Het Hoog Inkomen Mandaat heeft een sterke start van het jaar gehad. Dit is voor een groot deel toe te schrijven aan de zware weging in banken, verzekeraars en energiebedrijven. Daarnaast helpt het dat de rentes geleidelijk aan het oplopen zijn, zodat bedrijven met hoge(re) dividenden aantrekkelijker worden voor investeerders.

In de portefeuille is Aegon verkocht. De koers van het aandeel heeft sinds medio november een sterk herstel laten zien, op het huidige koersniveau geven we vanuit risico-rendementsperspectief de voorkeur aan andere verzekeraars.



*Figuur 6. Labels waarmee Ahold actief is in de VS, Europa en Indonesië.*

Nieuw in portefeuille is het aandeel Ahold Delhaize. De welbekende grootgrutter is vooral actief in het oosten van de VS, Nederland, België en Zuidoost-Europa. Verder zijn er nog enkele kleine activiteiten in Indonesië. Ahold Delhaize is onder een groot aantal labels actief; zie Figuur 6. De onderneming is qua marktaandeel nummer vier in Europa en nummer vijf in de VS. Ahold Delhaize heeft in alle markten waarin ze actief zijn een bovengemiddeld goed 2020 achter de rug. De belangrijkste verklaring hiervoor is de uitbraak van het coronavirus. Supermarkten waren in veel landen het afgelopen jaar gedurende bepaalde periodes een van de weinige winkels die gewoon open mochten blijven. Dit heeft geresulteerd in een flink hogere omzet vanwege hamstergedrag en omdat concurrerende winkels en restaurants dicht waren. Hoewel de kosten ook aanmerkelijk omhoog gingen, stegen per saldo het resultaat en de marges. De balans is solide en het bedrijf heeft een gezonde investment grade rating. De onderneming scoort daarnaast goed op het gebied van duurzaamheid. Ahold Delhaize is opgenomen in de Dow Jones Sustainability World Index en is in de VS en Europa de meest duurzame retailer, wereldwijd gezien is het de nummer 2. Voor 2021 is de verwachting dat omzet en resultaat geleidelijk aan zullen normaliseren. Er zal wederom voor een miljard euro aan eigen aandelen worden ingekocht. Omdat de koersen van 'defensieve' aandelen als Ahold in het eerste kwartaal zijn gedaald, is de waardering in onze ogen aantrekkelijk. Het aandeel levert op de huidige koers een cashflow rendement op van ongeveer 8%, waarvan de helft in de vorm van dividend en de andere helft in de vorm van de inkoop van eigen aandelen. De waarde die in Bol.com zit, is de trigger voor hogere koersen, hoewel het management van Ahold heeft aangegeven dat er op dit vlak voorlopig geen bijzonderheden hoeven te worden verwacht.

Een andere nieuwkomer in portefeuille is Telefonica Deutschland. Dit is, naast Deutsche Telekom en Vodafone, één van de drie grote geïntegreerde telecomaandereiders in Duitsland. Alle drie de partijen hebben een min of meer gelijk marktaandeel. De Duitse telecommarkt wordt gezien als een relatief aantrekkelijke en



dynamische markt waar nog ruimte is voor groei. De uitrol van 5G zal hierbij een belangrijke rol spelen. De onderneming heeft zojuist bekend gemaakt het dividend licht te verhogen naar 0,18 euro per aandeel en in de periode 2021 – 2023 ook tenminste 0,18 euro per aandeel uit te zullen keren. Dat biedt investeerders zicht op een bruto dividendrendement van 7,25%, waarbij additionele kapitaalteruggaves niet uitgesloten zijn.



*Figuur 7. Voor een aantal risicoprofielen in het Value Mandaat is positie in het aandeel AerCap (vliegtuigleasing) aangekocht in het eerste kwartaal 2021.*

Op dit moment bestaat het Hoog Inkomen Mandaat uit 36 posities, waarvan 33 aandelen en 3 preferente aandelen. Het dividendrendement bedraagt op de huidige koers 4,3%, de onderliggende cashflow uit de beleggingen is kortom sterk. We verwachten dat beleggers de komende maanden meer oog zullen krijgen voor sterke cashflow gerelateerde beleggingen. Deels door gewinning aan het coronavirus, deels door de historisch hoge steunpakketten van de centrale banken en tot slot door het gebrek aan alternatieven voor debetrente op spaargeld.

## Vastgoed Mandaat

Bij beursgenoteerd vastgoed zagen we in het afgelopen kwartaal, zowel binnen als tussen de verschillende vastgoedsegmenten, grote verschillen. Vooral residentieel vastgoed heeft overwegend een moeizame start van het jaar gehad, dit is grotendeels toe te schrijven aan oplopende rentestanden. De sectoren die het meest onder het coronavirus te lijden hebben gehad, denk hierbij aan hotels, winkelvastgoed en in iets mindere mate kantoren, hebben gemiddeld genomen een mooie start van het jaar gehad.

Vooral winkelvastgoed viel het afgelopen kwartaal in positieve zin op. Van deze marktbeveging is gebruik gemaakt om de posities in Hammerson, Hysan Development en Klepierre te verkopen. In Klepierre is zelfs tweemaal gebruik gemaakt van bijzonder volatiele koersbewegingen om een positie op te bouwen en die met een mooi rendement weer te verkopen. Op de huidige koersniveaus lijkt het verwachte economisch herstel voor een groot deel te zijn ingeprijsd, terwijl de risico's nog steeds hoog zijn. Vooral oplopende leegstand, financiële problemen bij retailers en sterke groei van online verkopen zijn risico's. Daarnaast lijkt het erop dat veel winkelvastgoed nog steeds tegen veel te hoge waarderingen in de boeken staat, waarbij potentieel verdere afwaarderingen de schuldgraad verder doet oplopen.

De opbrengst van de verkopen is gebruikt om de bestaande posities in met name residentieel en logistiek vastgoed te verzwaren. Daarnaast is de weging in retailvastgoedonderneming Atrium European Real Estate verzwakt, omdat de onderneming de coronacrisis relatief goed doorstaat en het hoge dividend van 0,27 euro per aandeel ook in 2021 zal uitkeren.



*Figuur 8. 'Omnichannel' afbeelding. Supermarket Income Reit gebruikt de eigen panden zowel als gewone supermarkten, maar ook voor distributie en logistiek*

Een andere vorm van retailvastgoed in de portefeuille is Supermarket Income REIT. Deze Britse vastgoedonderneming is gespecialiseerd in de verhuur van winkelpanden aan de grote Britse supermarktketens, een markt met vrij goede fundamenten. De onderneming heeft een gediversifieerde portefeuille van 52 panden verspreid over het VK. Hiervan zijn er 26 volledig in eigendom en 26 die in een 50/50 joint venture met het pensioenfonds van British Airways worden gehouden. De supermarkten gebruiken de panden van Supermarket Income REIT 'omnichannel', dus zowel als gewone supermarkten, maar ook als afhaalpunt en voor distributie en logistiek. Supermarket Income REIT is een vrij defensieve investering in Britse supermarkten, waarbij we profiteren van de langlopende, geïndexeerde huurcontracten. Deze leveren een continue bron van inkomen- en waardegroei op, hetgeen op de huidige koers nog onvoldoende wordt verdisconteerd. De waardering is aantrekkelijk met een koers rond de boekwaarde en een dividendrendement van ongeveer 5,5%.

Het Vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 25 posities, gespreid over een groot aantal segmenten en geconcentreerd op Europa. De portefeuille bestaat voor ruim 15% uit winkels, hotels en kantorenvastgoed. Segmenten die meer last hebben van het coronavirus en de gewijzigde manier van werken en leven. De overige 85% van de portefeuille zit in segmenten die hier minder last van hebben en er soms zelfs van profiteren, zoals logistiek vastgoed, appartementen, verzorgingsvastgoed, vastgoed voor dataopslag en zelfopslag. Het onderliggende dividendrendement bedraagt 3,6%.

## Conclusie

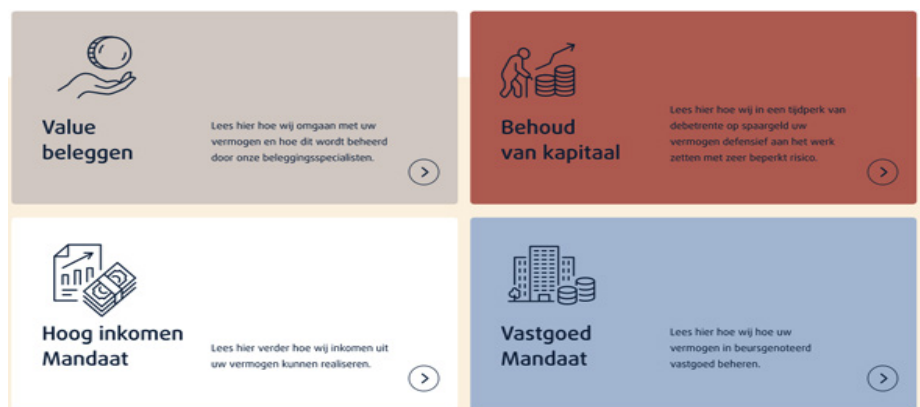
De economische vooruitzichten voor 2021 zijn goed en dat komt grotendeels door de uitrol van vaccinatieprogramma's en de verwachte geleidelijke terugkeer naar een 'normale' economie. De aankomende stimuleringsprogramma's komen op een moment dat het economisch herstel al zichtbaar is, hetgeen één van de redenen is dat de inflatieverwachtingen toenemen en de rentes aan het oplopen zijn.

Value aandelen hebben sinds de aankondiging van de coronavaccins, begin november 2020, een sterke inhaalslag gemaakt. Deze trend heeft zich in het eerste kwartaal doorgezet, waarbij momenteel de verliezers van 2020 de winnaars van 2021 zijn. Ondanks de flink gestegen koersen zijn de waarderingen van value aandelen nog steeds aantrekkelijk en is er voldoende opwaarts potentieel. Een terugkeer naar een meer 'normaal' functionerende economie, een oplopende inflatieverwachting en mogelijk hogere rentes zijn wat dat betreft een gezonde voedingsbodem voor verder koersherstel 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](mailto:info@ambassadorvermogensbeheer.nl).

Namens Ambassador Vermogensbeheer  
Dr. Ir. Mark de Bruijne CFA, dd. 8 april 2021

**Wilt u meer weten over onze verschillende mandaten kijk dan op onze website (homepage) en klik op de onderwerpen Value Beleggen, Hoog Inkomen Mandaat, Vastgoed Mandaat en Behoud van Kapitaal en de bijbehorende video's voor meer tekst & uitleg [www.ambassadorvermogensbeheer.nl](http://www.ambassadorvermogensbeheer.nl)**



## DISCLAIMER

De informatie die u in deze "Kwartaal Update" wordt aangeboden is samengesteld door de researchafdeling van Ambassador Vermogensbeheer. De in deze Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update in andere jurisdicties dan in Nederland is mogelijk aan restricties onderhevig en de ontvanger van deze Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 verstrekke 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](mailto:info@ambassadorvermogensbeheer.nl)

