



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

2e kwartaal 2023

Market Update Q2 2023

De sterke start van het jaar op de aandelenmarkten heeft een positief vervolg gekregen in het tweede kwartaal. Daarbij dient opgemerkt te worden dat deze stijging grotendeels toe te schrijven is aan een selecte groep technologieaandelen. Zo steeg de S&P 500 in de eerste helft van het jaar met 14,5%, een stijging die volledig toe te schrijven is aan de prestaties van zeven bedrijven: Nvidia, Microsoft, Apple, Google, Tesla, Amazon en Meta. De overige 493 aandelen deden per saldo niks. Bij de sterke koersontwikkeling van de genoemde zeven bedrijven kan niet anders gezegd worden dan dat deze geprijsd zijn voor perfectie. Met uitzondering van Nvidia zijn de winstverwachtingen voor mega cap technologiebedrijven de laatste 18 maanden op zijn best stabiel gebleven. Het gewicht van de grootste bedrijven in de index is in decennia niet zo hoog geweest als nu. De waarderingen in de Verenigde Staten t.o.v. de rest van

de wereld zijn navenant hoog, terwijl de kapitaalkosten inmiddels flink zijn toegenomen.

Een andere positieve uitschieter is de Japanse beurs. Al vele jaren wordt het land van de rijzende zon getipt als herstellkandidaat. Dit jaar lijkt het eindelijk deze belofte in te lossen. Kanttekening hierbij is wel dat de sterke waardedaling van de Japanse yen de helft van het rendement verklaart.

Tot op heden zijn de beurzen van China en Hongkong dit jaar de meest opvallende achterblijvers. Het trage herstel van de Chinese economie alsmede de verslechterde relatie tussen met name China en de VS, waardoor internationale investeerders hun investeringen uit China weghalen, zijn de belangrijkste redenen hiervoor.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 30-6-2023	%
AEX Index	773,94	12,3%
DAX Index	16147,90	16,0%
FTSE 100 Index	7531,53	1,1%
MSCI World Index (\$)	2966,72	14,0%
DJ Stoxx 600 Europe	461,93	8,7%
S&P 500 Index (\$)	4450,38	15,9%
EURUSD FX	1,0909	1,9%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	223,08	1,8%
Iboxx Liquid Corp. TR Index	209,26	2,7%

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices over H1 2023.

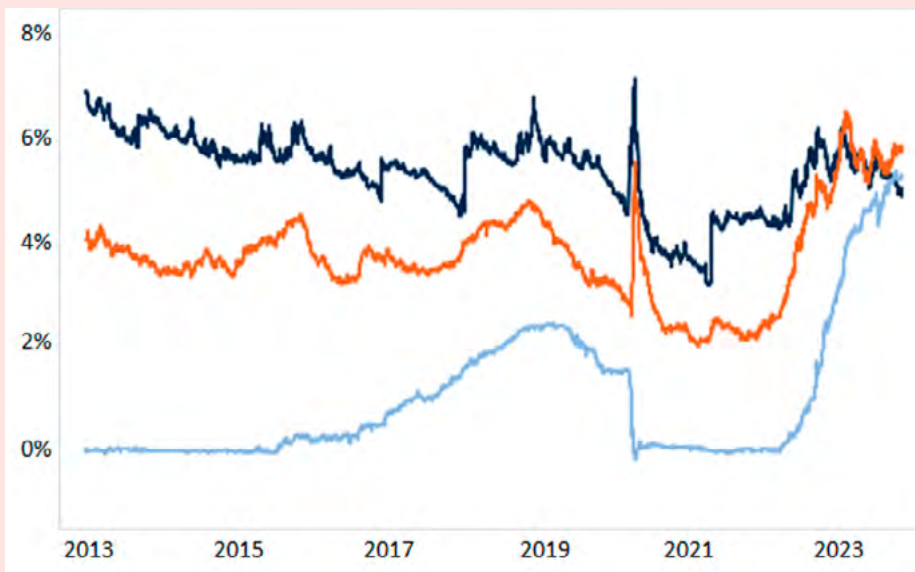
De obligatiemarkten zijn in het tweede kwartaal nagenoeg onveranderd gebleven. We zien al enige tijd dat de rentecurve sterk omgekeerd (invers) is. Dit betekent dat de korte rente hoger is dan de lange rente. Dit fenomeen is alleen maar groter geworden

aangezien de korte rente verder is gestegen, terwijl de lange rente licht is gedaald. Een dergelijk patroon is vaak een signaal dat wijst op een economische groeivertraging.

Achtergrond

De sterke prestaties op de beurzen halverwege het jaar staan in schril contrast met de zwakke economische groei en het sterk verkrappende beleid van centrale banken. Over het algemeen kunnen de beursresultaten als mager worden bestempeld. Een significante bijdrage aan het resultaat op de beurzen is toe

te schrijven aan de hype die is ontstaan rondom kunstmatige intelligentie (AI). Hoewel AI op zichzelf niet geheel nieuw is - dertig jaar geleden waren er al neurale netwerken - zit het verschil met name in de sterke toename van de rekenkracht van de chips.



Figuur 1.

De aantrekkelijkheid van Amerikaanse aandelen t.o.v. obligaties is zelden zo laag geweest als nu. De earnings yield op de S&P 500 (zwarte lijn) bevindt zich nu onder het rendement op 3-maands staatspapier in de VS (lichtblauwe lijn) en ook onder het gemiddelde rendement op Amerikaanse bedrijfsobligaties met een investment grade (hoogste kwaliteit) rating (oranje lijn). Eigenlijk zien we dus 'bearish' centrale bankiers die de rentes niet snel zullen laten zakken en een tamelijk 'bullish tape' (oftewel optimistische beleggers).

De trigger voor de AI-hype was de sterke omzetverwachting van \$11 miljard (de analistenverwachting was ruim 7 miljard USD) van de Amerikaanse chipmaker Nvidia voor het komende kwartaal. De waardering is inmiddels volledig losgeslagen van de operationele gang van zaken: de voor het lopende boekjaar verwachte koers/winstverhouding (k/w) is 108. Dit is de directie van Nvidia ook niet ontgaan, getuige het feit dat ze van de gelegenheid gebruik hebben gemaakt om voor \$10 miljard aan aandelen te plaatsen op dit hoge niveau. Opvallend, want met een netto cashpositie van \$15 miljard en nauwelijks geplande investeringen was hiertoe geen reden. Daarnaast hebben insiders van Nvidia aan de verkoopkant geopereerd.

Een nieuwe technologie maakt een bedrijf nog niet tot een goede investering. Dat hebben we wel gezien tijdens de dot.com hype rond de eeuwwisseling, maar ook van recentere datums zijn er voorbeelden. Denk bijvoorbeeld aan Zoom in 2020. De beurskoers die tijdens de hype bijna \$600 bedroeg, is nu maar \$69 en er werd afgelopen kwartaal slechts \$0,05 per aandeel verdiend.

En zo zijn er nog veel meer voorbeelden te noemen die tot voorzichtigheid manen om te investeren in bedrijven die met AI worden geassocieerd.

De meeste bedrijven in onze portefeuilles hebben hun kwartaalcijfers gerapporteerd. We kunnen concluderen dat het gros van deze bedrijven tenminste aan de verwachtingen wist te voldoen, maar hier op de beurs niet altijd de credits voor kreeg. Het cijferseizoen werd overschaduwd door de onrust rondom liquiditeitsproblemen bij diverse regionale Amerikaanse banken. Hoewel zwak risicomanagement en een wat minder streng banktoezicht hier voor een groot deel debet aan waren, dient niet uit het oog te worden verloren dat het tempo van renteverhogingen in de VS wel erg snel en heftig is geweest. Hoewel de omstandigheden niet helemaal vergelijkbaar zijn en de rente destijds op een veel hoger niveau lag, lijken de huidige problemen bij de Amerikaanse regionale banken in meerdere opzichten op de Savings & Loans-crisis van de jaren 80. Een voor beleggers overigens prima periode.

De recente inflatiecijfers laten zien dat deze onverminderd hardnekkig zijn. Beleggers dienen er rekening mee te houden dat de inflatie



Value Mandaat

Het Value Mandaat heeft per saldo een vlakke rendementsontwikkeling laten zien in het tweede kwartaal. De koersdruk bij banken, verzekeraars en energiewaarden in maart was flink en dit werd in het tweede kwartaal gevolgd door voorzichtig herstel. Dit terwijl de onderliggende resultaten heel solide waren en de waarderingen inmiddels bijzonder aantrekkelijk zijn. Mits er geen zware recessie komt, verwachten wij dat de markt in de tweede helft van dit jaar meer oog krijgt voor deze onderwaardering.

De alternatieve beleggingen Antaurus Europe Fund en Mint Tower zijn in de afgelopen maanden verkocht. Beide posities zijn lang onderdeel geweest van de portefeuilles (met uitzondering van het offensieve mandaat). Ze boden een aantrekkelijk alternatief tijdens de periode van extreem lage en zelfs negatieve rente. Inmiddels bevinden we ons in een geheel andere renteomgeving. Dit maakt

gedurende langere tijd boven de ECB-doelstelling van 2% zal blijven. Medio juni heeft de ECB de rente wederom met 25 basispunten verhoogd naar 3,5%, terwijl de Fed de rente ongemoeid liet. Beide centrale banken hebben gehint op verdere renteverhogingen de komende vergaderingen. Verrassend was dat van de grote centrale banken alleen de Chinese centrale bank de rente licht heeft verlaagd. In China is er geen inflatieprobleem, maar is de lager dan gebruikelijke economische groei een punt van aandacht.

Wij houden rekening met een scenario van afnemende inflatie. De kerninflatie blijft echter hoog. We zien deze vooralsnog niet terugkeren naar 2%, maar beduidend daarboven blijven. Een terugkeer naar perioden met lage rentes, zoals we die het vorige decennium hebben gezien, achten wij dan ook weinig waarschijnlijk.

obligaties weer aantrekkelijker, aangezien kortlopende obligaties van solide debiteuren rendementen 3 à 4% opleveren. Een groot deel van de opbrengst van de verkopen is dan ook herbelegd in deze obligaties.

De koers van **Teck Resources**, de grootste mijnbouwer van Canada is sinds de verkoop medio april teruggevallen tot het niveau waarop we de positie eind maart hadden gekocht. De redenen voor deze koersdaling waren de lagere koersen van grondstoffen als gevolg van de moeizame heropening van de Chinese economie en het wegstemmen van het splitsingsvoorstel (in een onderneming gericht op vooral koper en een onderneming waarin de metallurgische kolen ondergebracht worden). Dit bood de gelegenheid om opnieuw in te stappen.



De vooruitzichten voor grondstoffen en grondstofgerelateerde ondernemingen blijven onverminderd positief, vooral als gevolg van de wereldwijde energietransitie en de grootschalige investeringen in infrastructuur. Bovendien kan **Teck Resources** als een van de weinige mijnbouwers de koperproductie significant opschalen. Inmiddels hebben zich ook meerdere gegadigden gemeld om de metallurgische kolenactiviteiten over te nemen. De aandelenkoers van **Teck Resources** verdisconteert de potentie van deze mijnbouwer en de mogelijkheid tot waarde creatie voor aandeelhouders nog onvoldoende. Het snel kopen en verkopen van posities komt overigens betrekkelijk weinig voor in onze portefeuilles. De nogal volatiele en forse koersbeweging van het aandeel bood hiertoe niettemin een kansrijke gelegenheid.

Nieuw in portefeuille is **GlaxoSmithKline**. Deze Britse onderneming is na de verkoop van de consumentendivisie Haleon een pure

farmaceut geworden, met de focus op de productie en ontwikkeling van vaccins en op algemene medicijnontwikkeling in gebieden zoals oncologie, hiv en immunologie. De aandelen zijn laag gewaardeerd ondanks een solide balans. Het dividendrendement bedraagt ruim 4%. Daarnaast is de onderneming een potentiële overnamekandidaat.

De positie in **Greatview Aseptic Packaging** is geheel verkocht. De koers heeft sinds het begin van het jaar een sterk herstel laten zien, gedragen door operationele verbeteringen in de tweede helft van 2022. De outlook voor 2023 is echter weinig overtuigend. Daarnaast zorgt de verkoop van de aandelen van de grootaandeelhouder aan een concurrent voor potentiële belangenverstrengeling. Dit laatste heeft naar verwachting een negatieve uitwerking op zowel het bedrijf als de aandelenkoers. Een extra reden om uit te stappen.



Dividend Mandaat

Het Dividend Mandaat heeft eveneens een vlak rendement laten zien in het tweede kwartaal. Positief is dat de dividenden en rentevergoedingen van de posities in portefeuille onverminderd zijn doorgekomen. Veel bedrijven in portefeuille hebben zelfs het dividend weten te verhogen ten opzichte van vorig jaar.

Ook hier is de positie in **Greatview Aseptic Packaging** geheel verkocht. De verwachting was dat de onderneming, nu deze in de herstelmodus zit, het dividend weer zou hervatten na eerdere stopzetting. Gegeven de voorliggende plannen lijkt het hervatten van dividendbetalingen op korte termijn echter niet te verwachten, waardoor de positie niet langer in de portefeuille past.

Er zijn twee nieuwe posities toegevoegd aan de portefeuille, namelijk de Britse verhuurder van vastgoed aan supermarktketens **Supermarket Income REIT** en **Signify**, de Nederlandse producent van lampen, verlichting en lichtoplossingen. Voor beide posities geldt dat de koersen op het laagste niveau in ruim 12 maanden tijd staan. De waarderingen zijn laag, de balanssen solide en de aantrekkelijke dividendrendementen worden ruimschoots gedekt door de

kasstromen. Wel hebben beide bedrijven te maken met wat operationele tegenwind, maar dat zou geen consequenties mogen hebben voor de dividendbetalingen.

Op dit moment bestaat het Dividend Mandaat uit 39 posities: 32 aandelen, 1 preferent aandeel en 6 obligaties. De actuele cashflow (dividend + rente) bedraagt maar liefst 6,3%.



Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat

Beursgenoteerd vastgoed heeft in het tweede kwartaal verdere koersdalingen laten zien. De in korte tijd sterk opgelopen rente en het vooruitzicht op verdere renteverhogingen door centrale banken in de tweede helft van het jaar, is de belangrijkste oorzaak hiervoor. Als gevolg van de hogere rentestanden is de toegang tot financiering lastiger geworden en stijgen de financieringslasten. Daarnaast zorgen oplopende rentestanden doorgaans voor een lagere waardering van vastgoed.

Hoewel de koersdalingen van beursgenoteerd vastgoed anders doen vermoeden, zijn de operationele resultaten over het eerste kwartaal naar omstandigheden redelijk. Huurinkomsten werden tijdig ontvangen en huurverlengingen gaan in de meeste gevallen tegen hogere tarieven. Vanwege het gebrek aan markttransacties, is het wel lastiger om elk kwartaal hertaxaties van het vastgoed te doen en dit zorgt weer voor een stukje onzekerheid. De weinige transacties die wel plaatsvinden, betreffen meestal kleinere transacties die doorgaans op een bescheiden discount ten opzichte van de laatste boekwaarde worden afgesloten.

Op de huidige koersen wordt inmiddels wel erg veel slecht nieuws ingeprijsd. Hoewel de opwaartse rentedruk de belangrijkste reden is voor de koersdruk van beursgenoteerd vastgoed, zijn er diverse fundamentele redenen om positief te blijven op de middellange termijn. Ten eerste indexatie als gevolg van hogere inflatie. Daarnaast is er schaarste als gevolg van achterblijvende nieuwbouw en hogere bouwkosten. Ten derde speelt de verduurzaming van de vastgoedmarkt verhuurders met kwalitatief hoogwaardige vastgoedportefeuilles in de kaart. Bovendien zien we geleidelijk meer insiders aandelen kopen. Tot slot is het nog maar de vraag of de afwaarderingen van het vastgoed inderdaad zo groot zullen zijn als de markt inmiddels verdisconteert.

In de portefeuille zijn er in het afgelopen kwartaal geen aan- en verkopen gedaan. Wel is er ingeschreven op de kapitaalverhoging van **Aedifica**, de Belgische zorgvastgoedonderneming.

Het Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 25 posities, gespreid over diverse segmenten, met een focus op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt ongeveer 4,2%.

Conclusie

De aandelenbeurzen worden in 2023 voornamelijk gedreven door de sterke koersontwikkeling van een selecte groep grote technologiebedrijven die profiteren van de AI-hype. Het overgrote deel van de aandelen heeft over het algemeen weinig koersbeweging laten zien.

De aanhoudend hoge inflatie heeft centrale banken ertoe aangezet om door te gaan met het beleid van renteverhogingen. Hoewel het grootste deel achter de rug is, verwachten wij er nog enkele in de tweede helft van dit jaar.

Aandachtspunt is en blijft het verschil in nervositeit en waardering tussen de kapitaalmarkt (obligaties) en de aandelenmarkt. Waar de verhoudingen op de obligatiemarkten op scherp staan, lees op nerveuze niveaus staan, daar staan de waarderingen op de aandelenmarkten op 'relaxed niveaus'. Kortom pessimisme versus optimisme.

Valueaandelen blijven onverminderd aantrekkelijk geprijsd, dankzij solide resultaten en sterke kasstromen. Vooral in de markt van energiebedrijven en grondstof gerelateerde bedrijven blijven we onverminderd goede kansen zien. We gaan dan ook door met het verhogen van de allocatie naar deze sectoren in de portefeuilles. Bij het uitblijven van een grote recessie, verwachten we dan ook dat beleggers weer oog krijgen voor deze aandelen.

Heeft u vragen, schroom dan niet om contact met ons op te nemen op **035-2031035** of per mail via info@ambassadorvermogensbeheer.nl.

Namens Ambassador Vermogensbeheer
Dr. Ir. Mark de Bruijne CFA, dd. 6 juli 2023

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

