



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

4e kwartaal 2023

Market Update Q4 2023

De meeste aandelenbeurzen hebben, dankzij een sterk laatste kwartaal, een mooi jaar 2023 achter de rug. De beurzen van China en Hongkong vormden de enige negatieve uitschieters in 2023. De Amerikaanse beurzen behoorden tot de sterkste stijgers, een stijging die nagenoeg volledig toe te schrijven is aan de koersontwikkeling van zeven grote Amerikaanse technologiebedrijven. Deze bedrijven wisten sterk te profiteren van de hype rond kunstmatige intelligentie (AI). Saillant detail is dat deze bedrijven in 2022 nog een bovengemiddeld negatief resultaat lieten optekenen.

Ook de obligatiemarkten hebben een sterk jaar achter de rug. Daar zag het overigens lang niet naar uit. Het rendement op obligaties werd nagenoeg volledig gerealiseerd in de laatste twee maanden van het jaar. De belangrijkste verklaring hiervoor is dat de centrale banken klaar lijken te zijn met het verhogen van de rente.

Voor 2024 worden in de VS zelfs al meerdere renteverlagingen voorzien. De obligatiemarkten hebben met de sterke koersstijgingen van de afgelopen maanden hier al wel een flink voorschot op genomen.

De grondstoffenmarkt liet in 2023 een flinke daling zien. Dit is niet zo verwonderlijk, gegeven de hoge vergelijkingsbasis. Immers, 2022 was een erg goed beleggingsjaar voor grondstoffen. Daarnaast speelden het uitblijven van economisch herstel in China en de zwakke conjunctuur in Duitsland een belangrijke rol. Een positieve uitzondering hierop vormde de goudprijs. De middellange termijn vooruitzichten voor grondstoffen blijven niettemin positief, voornamelijk vanwege beperkte investeringen in nieuwe capaciteit. Daarentegen blijft de vraag naar grondstoffen wel toenemen, vooral door de groeiende en welvarender wordende wereldbevolking en de voortschrijdende energietransitie.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 31-12-2023	%
AEX Index	786,82	14,2%
DAX Index	16751,64	20,3%
FTSE 100 Index	7733,24	3,8%
MSCI World Index (\$)	3169,18	21,8%
DJ Stoxx 600 Europe	479,02	12,7%
S&P 500 Index (\$)	4769,83	24,2%
EURUSD FX	1,1039	3,1%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR <i>Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd, gem. looptijd ca. 8,5 jaar</i>	233,49	6,5%
Iboxx Liquid Corp. TR Index <i>Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd, gem. looptijd ca. 5,3 jaar</i>	221,85	8,9%

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

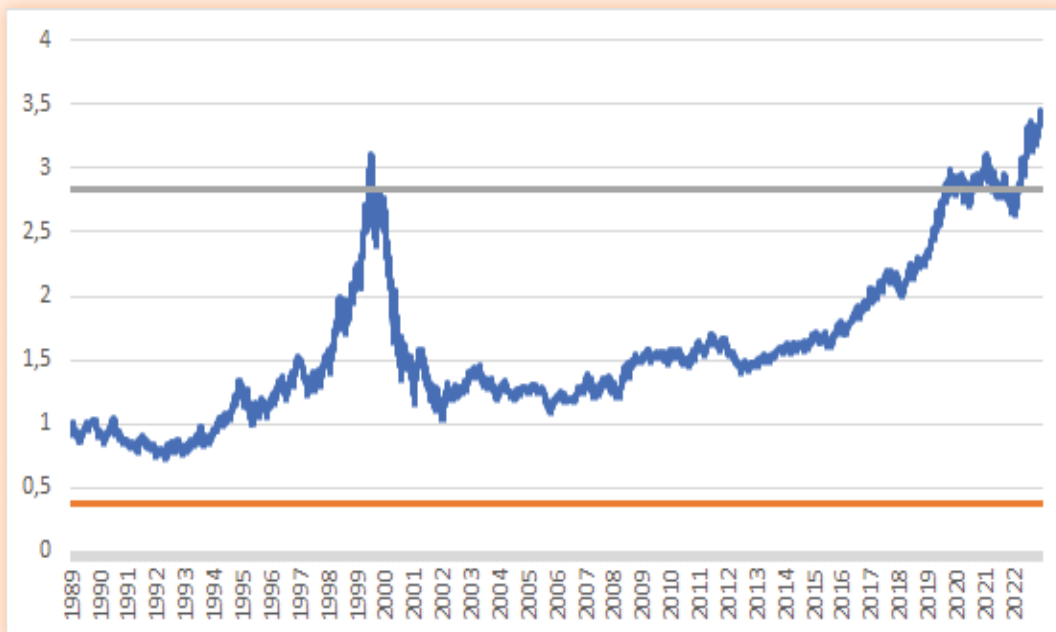
Achtergrond

Het jaar 2023 werd afgesloten met een sterk laatste kwartaal, voornamelijk dankzij de aankondiging van de Amerikaanse centrale bank (Fed) dat de tijd van renteverhogingen voorbij is vanwege de gestaag dalende inflatie en de zwakke economische groei. Voor 2024 voorziet de Fed tenminste drie rentedalingen van elk 25 basispunten, gevolgd door nog eens vijf in 2025. Op de financiële markten werd de 'overwinning op inflatie' met enthousiasme ontvangen, gezien de positieve koersreacties op zowel aandelen- als obligatiemarkten.

De laatste vergadering van de Europese centrale bank (ECB) leverde geen nieuw rentebesluit op. De ECB ging zoals verwacht niet zo ver als de Fed en blijft waakzaam voor hoge inflatie. Vooralsnog ziet de

ECB geen ruimte om de rente in 2024 te verlagen, wat gezien de nog steeds hoge kerninflatie in zowel de Verenigde Staten als de Europese Unie niet zo verwonderlijk is. Daarbij leert de geschiedenis ons dat inflatie vaak in golfbewegingen komt.

Het beleggingsjaar 2023 werd sterk gedragen door een selecte groep van dure technologiebedrijven die wisten te profiteren van de AI-hype. Zo is de contributie van de top-10 bedrijven in de S&P 500 goed voor ongeveer 95% van de totale performance van de S&P 500. Historisch gezien is de performance wel vaker gedragen door een selecte groep van bedrijven of sectoren, maar dat de performance door zo'n beperkte groep is gedragen, is nog niet eerder voorgekomen.



Figuur 1. Relatieve performance van S&P 500 top- 10 holdings versus de gehele S&P 500.

Vaak kijken we terug naar de jaren '70 voor vergelijkingsmateriaal aangezien dit een buitengewoon interessante periode was waarin van alles gebeurde. Zo zagen we rond 1973 de opkomst van een groep aandelen, de zogenaamde Nifty Fifty. Dit waren vijftig Amerikaanse aandelen die gezien werden als 'one-decision'-aandelen: eenmaal gekocht zou je ze nooit meer verkopen. De parallel met Big Tech, de Magnificent 7, moge duidelijk zijn. De Nifty Fifty bleken echter een minder goede beleggingskeuze te zijn, aangezien ze in de tien jaar die erop volgden als groep een daling van 45% lieten optekenen.

Welke aandelen zou een echte value belegger op dit moment dus moeten mijden? Technologie-aandelen, aangezien de koersontwikkeling van de S&P 500 veel weg heeft van een grote speculatieve bubbel. De laatste keren dat we een dergelijk groot

verschil in relatieve performance zagen, waren gedurende de dotcom-bubbel en in de jaren '70.

Wat moeten we als investeerder nu met deze situatie? In principe hoeft het op korte termijn niet per se zo te zijn dat 'de markt' een slechte investering is, enkel en alleen omdat een kleine groep aandelen een aanzienlijk deel van de totale markt uitmaakt.

Echter, de rendementen van deze kleine groep hebben wel een onevenredig grote impact op de rendementen van veel indices. Daarnaast zijn de waarderingen veel meer opgelopen dan de onderliggende winsten. Met andere woorden, de markt is meer gaan betalen voor dezelfde winst. De historie leert dat hoge waarderingen een belangrijke indicator zijn van toekomstig lage rendementen.

Value Mandaat

De valueportefeuilles hebben het laatste kwartaal van het jaar met een goed resultaat weten af te sluiten. Een zwakke maand oktober werd ruimschoots gecompenseerd door een sterk koersherstel van zowel aandelen als obligaties in november en december.

In de portefeuille zijn de aandelen van de Ierse leasemaatschappij van vliegtuigen, **AerCap**, geheel verkocht. Na een fraaie koersrit is het koersdoel bereikt.

Eveneens is de positie in **TotalEnergies**, na een prima koersverloop, volledig verkocht. De opwaartse potentie lijkt beperkt en er zijn interessantere alternatieven voorhanden in de olie- en gaseconomie.

De positie in **Anglo American** is opgehoogd. De koers ging flink onderuit op het nieuws dat de productie in 2024 en 2025 lager zal komen te liggen dan in 2023. De koersdaling is in onze optiek een overreactie op dit nieuws en bood een mooie gelegenheid om bij te kopen.

Nieuw in de portefeuille is **TKH Group**. De onderneming richt zich op innovatieve oplossingen en systemen in snelgroeïende nichemarkten op het gebied van automatisering, digitalisering en elektrificatie. Hierbij worden hardware, software en klantspecifieke inzichten gecombineerd. TKH biedt ondersteuning bij het opzetten van thuis- of kantoornetwerken, milieu-, beveiligings- en communicatiesystemen voor kantoren, woningen en ziekenhuizen, evenals het optimaliseren van industriële productieprocessen met geavanceerde controlesystemen. TKH Group profiteert van belangrijke trends zoals de energietransitie en digitalisering en speelt hierop in met hoogwaardige technologie en producten. Hoewel het bedrijf gevoelig kan zijn voor economische schommelingen, zijn de middellange termijn omzet- en winstverwachtingen gunstig. Bovendien zijn de aandelen aantrekkelijk gewaardeerd.



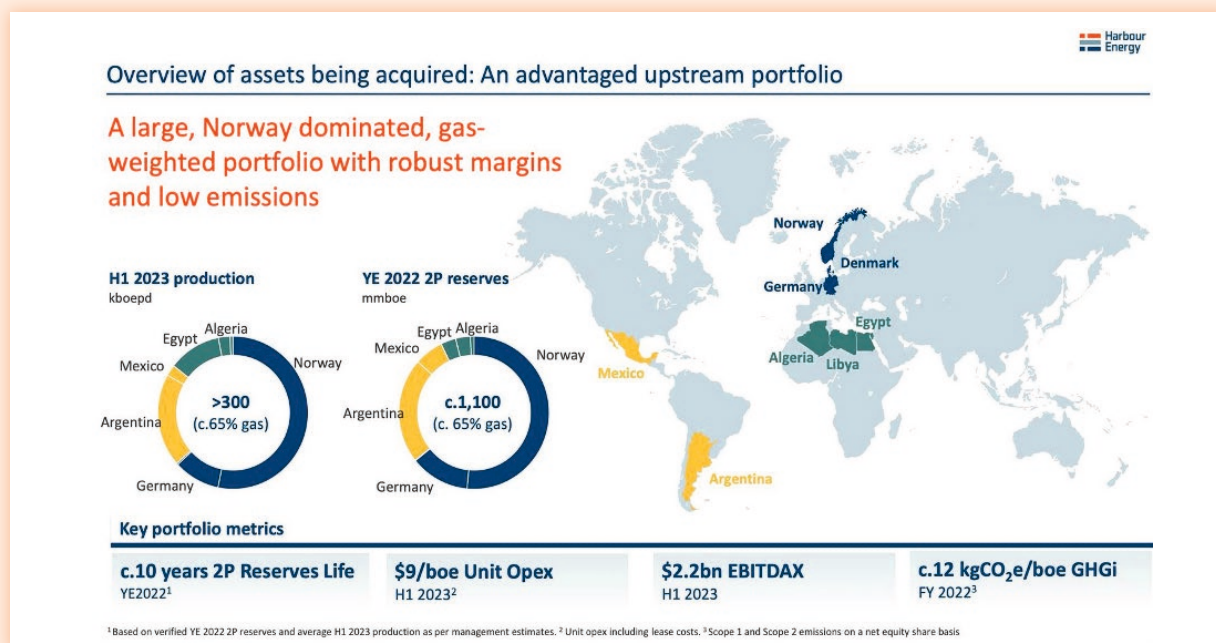
Hoewel er relatief weinig transacties in de portefeuille hebben plaatsgevonden, waren er wel een aantal zeer vermeldenswaardige ontwikkelingen. Allereerst bij **OCI**, waarvan de positie eind november nog is uitgebreid. Medio december zijn de aandelenbelangen van 50% in Fertiglobe en 100% in Iowa Fertilizer Company (IFCo) verkocht voor een totaalbedrag van \$7,22 miljard. Na schuld- en andere aanpassingen en transactiekosten op het niveau van IFCo, schat het management de netto-opbrengst op \$6,1 tot \$6,2 miljard, wat overeenkomt met €27 per aandeel OCI. Bovendien zal OCI van Fertiglobe ook nog het dividend ontvangen over de tweede jaarhelft van 2023. Verder ontvangt OCI de cashflow van IFCo tot aan de afronding van de deal, die naar verwachting ergens in 2024 zal plaatsvinden. Ten slotte komt OCI ook nog in aanmerking voor een mogelijke uitbetaling (earn-out) van Fertiglobe gedurende de komende twee jaar, gebaseerd op 'vrije kasstroom-maatstaven' die op dit moment niet nader worden gedeeld.

Indien alles volgens plan verloopt, behoudt OCI de methanol activiteiten in Europa (BioMCN) en in de Verenigde Staten (50% belang in NatGasoline en OCI Beaumont) en de Europese stikstofactiviteiten in Geleen. Het management geeft aan dat deze activiteiten mid-cycle naar verwachting ongeveer \$600 tot \$700 miljoen aan EBITDA kunnen genereren. Het blauwe ammoniakprogramma in Texas, dat naar verwachting operationeel zal zijn in 2025, biedt bovendien potentieel voor extra groei. Ter illustratie: de EBITDA van de resterende bedrijfsonderdelen bedroeg in 2021 \$500 miljoen, waarvan 70% afkomstig was uit methanol en 30% uit stikstofgerelateerde kunstmestactiviteiten. OCI staat open voor verdere strategische verkopen, maar het lijkt erop dat het grootste deel van de strategische review hiermee is afgerond. De markt waardeert de overgebleven activiteiten op een waarde van 4x EV/EBITDA, dit is inclusief het 50% belang in NatGasoline. Naar onze mening een conservatieve schatting gezien de multiples van 5,5 tot 6,2 waarop

concurrenten zoals Methanex en Yara noteren. Met de wildcard van een aantrekkelijke earn-out van Fertiglobe en positieve ontwikkelingen op het gebied van blauwe ammoniak, concluderen wij dat er nog steeds aanzienlijk opwaarts potentieel voor het aandeel OCI is.

Misschien nog wel het meest in het oog springende nieuws was de, technisch gezien, omgekeerde overname van Wintershall Dea door **Harbour Energy**. Deze overname omvat Exploration & Production (E&P) activa in Noorwegen, Duitsland, Denemarken (behalve Ravn), Argentinië, Egypte, Libië (behalve Wintershall AG) en Algerije. Daarnaast worden alle CO₂ Capture and Storage (CCS) licenties in Europa overgenomen. Deze activa vertegenwoordigen gezamenlijk een ondernemingswaarde (aandelen plus schuld) van \$ 11,2 miljard. Als gevolg van deze deal, die naar verwachting eind 2024 zal worden afgerond, zal de dagelijkse productie van olie en gas stijgen van

bijna 200.000 vaten olie per dag (boepd) naar 500.000 boepd. Naast activa worden ook verplichtingen overgenomen, waaronder \$ 4,9 miljard aan obligaties. De gemiddelde rente hierop bedraagt slechts 1,8% met een resterende looptijd van gemiddeld 4,5 jaar. Ook zullen er 921,2 miljoen nieuwe aandelen Harbour Energy worden uitgegeven aan de verkopende partijen tegen een prijs van 360 pence (3,6 pond) per aandeel. Al met al een transformerende deal voor Harbour Energy, waardoor het ineens één van 's werelds grootste E&P spelers wordt. Daarbij is de kwalitatief hoogwaardige nieuwe portefeuille voor het grootste deel niet meer gelegen in de Britse territoriale wateren, wat resulteert in een aanzienlijke verlaging van de effectieve belastingdruk. Immers, de nieuwe activa vallen niet onder Britse windfall tax. Ondanks de terechte positieve koersreactie op het nieuws van deze deal, blijft Harbour Energy op de huidige koers nog flink ondergewaardeerd ten opzichte van sectorgenoten.



Figuur 2. Over te nemen activa van Wintershall Dea door Harbour Energy.

Dividend Mandaat

Het Dividend Mandaat heeft eveneens een goed laatste kwartaal van het jaar achter de rug. Hierdoor kunnen beleggers terugkijken op een goed beleggingsjaar. De sterk gedaalde rente is ook hier één van de belangrijkste redenen voor het koersresultaat.

In november liet **ASR** weten dat het een finale schikking heeft getroffen met alle vertegenwoordigende groepen van gedupeerden in de zogenoemde woekerpolisaffaire. Er wordt in totaal 300 miljoen euro uitgetrokken voor zowel de eigen klanten als die van Aegon. Hierdoor komen alle lopende procedures te vervallen. Per saldo goed nieuws, zeker omdat het bedrag aanzienlijk lager uitvalt dan verwacht. We verwachten dat deze schikking ook navolging zal krijgen bij een andere grote positie in de portefeuille, namelijk **NN Group**. We houden de posities in beide Nederlandse verzekeraars dan ook rustig aan.

In de portefeuille is de gehele positie in **Bayer** verkocht. De zwakke operationele performance en de hoger dan verwachte betalingen in verband met claims buiten glyfosaat om, hebben ertoe geleid dat de schuldgraad verder is opgelopen. Dit heeft mogelijk consequenties voor de hoogte van het uit te keren dividend.

In de portefeuille zijn geen nieuwe posities ingenomen. Wel is gebruik gemaakt van de flinke koersfluctuaties om bestaande posities in onder andere **Bristol-Myers Squibb**, **OCI**, **Phoenix Group** en **Sanofi** op te hogen.

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

Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat

Beursgenoteerd vastgoed heeft een sterk laatste kwartaal van het jaar gehad, waardoor 2023 uiteindelijk toch nog een goed beleggingsjaar is geworden. Aanvankelijk zag het hier, met een zwakke eerste helft van het jaar, niet naar uit. Het sterke koersherstel in de tweede helft van het jaar werd gedragen door solide operationele resultaten van de beursgenoteerde vastgoedondernemingen zelf. Bovendien lijkt het einde van de renteverhogingen door centrale banken in zicht.

De perspectieven voor beursgenoteerd vastgoed in 2024 zijn gematigd positief. Veel hangt af van de ontwikkeling van de lange rente. De lage waardering van de vastgoedsector, met grote kortingen van 20% tot 50% op de laatst getaxeerde boekwaarde, biedt een buffer voor tegenvallers. Daarnaast werkt de hogere rente met vertraging door in de rentelasten, aangezien de meeste ondernemingen in de afgelopen jaren de financiering voor lange tijd tegen lage tarieven hebben vastgezet. Tot slot keren veel

beursgenoteerde vastgoedondernemingen nog steeds aantrekkelijke dividenden uit, die volledig gedekt worden door de huurinkomsten.

In de portefeuille is de gehele positie in **Castellum** verkocht. Deze Zweedse commerciële vastgoedonderneming heeft na de flinke koersdaling vorig jaar een sterk koersherstel laten zien. Onder de huidige marktomstandigheden lijkt het opwaarts potentieel echter beperkt.

Er zijn geen nieuwe posities ingenomen. Wel zijn de bestaande posities in onder andere **Dalata Hotel Group**, **Safestore Holding** en **Supermarket Income REIT** opgehoogd.

Het Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 24 posities, verspreid over verschillende segmenten, met een focus op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt circa 4,2%.



Conclusie

2023 is per saldo een positief beleggingsjaar geweest, met name dankzij een sterk laatste kwartaal. Het vooruitzicht van geen verdere renteverhogingen door centrale banken en de sterk gedaalde kapitaalmarktrente hebben hierbij een belangrijke rol gespeeld. Niettemin vielen er grote verschillen waar te nemen tussen diverse sectoren en individuele bedrijven. Opvallend is dat het beleggingsresultaat in 2023 nagenoeg volledig valt toe te schrijven aan een kleine groep van technologiebedrijven. Deze bedrijven wisten sterk te profiteren van de AI-hype. De overige bedrijven en sectoren lieten overwegend bescheiden koersresultaten zien. De belangrijkste redenen hiervoor zijn de afnemende, maar aanhoudende inflatie, zorgen omtrent economische groei en het nog altijd verkrappende beleid van centrale banken.

Het beursjaar 2024 lijkt in het teken te zullen staan van geopolitieke verwikkelingen. Denk alleen al aan de aanhoudende oorlog in Oekraïne, de spanningen tussen de VS en China en natuurlijk de oplopende dreiging in het Midden-Oosten. Daarnaast spelen thema's zoals de energietransitie, deglobalisering, stijgende

defensie-uitgaven, hoge begrotingstekorten en een afbouw van de opgeblazen balansen van centrale banken een rol.

Beleggers hebben eind 2023 een voorschot genomen op het einde van de periode van hoge inflatie en houden al rekening met renteverlagingen door centrale banken. De waarderingen van vooral Amerikaanse technologiebedrijven ogen ongezonder hoog. Dit staat in schril contrast met valueaandelen, die nog steeds zeer aantrekkelijke waarderingen, sterke cashflows en solide vooruitzichten vertonen, hetgeen onvoldoende tot uiting komt in de koersen. Dit biedt een uitgelezen kans voor valuebeleggers om bestaande posities uit te breiden en om kansrijke nieuwe posities aan de portefeuille toe te voegen.

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. 10 januari 2024

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

