



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

1e kwartaal 2024

Market Update Q1 2024

De aandelenmarkten hebben een goed eerste kwartaal achter de rug. Vooral de aandelenkoersen van grote technologiebedrijven wisten te profiteren van de AI-hype. Aan de andere kant valt op dat small- en midcap aandelen flink achterblijven bij large cap aandelen. Het waarderingsverschil is op historische basis inmiddels opgelopen tot ongeveer 30%.

Sinds november 2023 vertonen de aandelenmarkten een stijgende trend, wat grotendeels kan worden toegeschreven aan de verwachting in de markt dat er in 2024 een flink aantal renteverlagingen zullen plaatsvinden. Het is de vraag of dit optimisme gerechtvaardigd is. De laatste data laten zien dat de inflatie weliswaar daalt, maar dat deze nog steeds aanmerkelijk hoger ligt dan de doelstelling van de centrale banken. Tel daarbij

de economische groei en sterke arbeidsmarktdata op en dan valt de aarzeling van centrale banken om de rente te verlagen wel te begrijpen.

De obligatiemarkten hebben per saldo een klein verlies laten zien in het eerste kwartaal. De belangrijkste verklaring hiervoor zijn de tegenvallende inflatiecijfers, die hebben geleid tot een herziening van eerdere verwachtingen van meerdere renteverlagingen door centrale banken naar hooguit enkele renteverlagingen, mogelijk pas tegen de zomer. Dit vertaalt zich in hogere rentestanden en dus lagere obligatiekoersen. De beleggingskeuze voor kortlopende obligaties in anticipatie op hogere rentetarieven blijkt om die reden succesvol te zijn en wij zijn van plan dit beleid voorlopig voort te zetten.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 31-3-2024	%
AEX Index	881,78	12,1%
DAX Index	18492,49	10,4%
FTSE 100 Index	7952,62	2,8%
MSCI World Index (\$)	3436,78	8,4%
DJ Stoxx 600 Europe	512,67	7,0%
S&P 500 Index (\$)	5254,35	10,2%
EURUSD FX	1,0790	-2,3%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd, gem. looptijd ca. 8,5 jaar	232,85	-0,3%
Iboxx Liquid Corp. TR Index Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd, gem. looptijd ca. 5,3 jaar	222,07	0,1%

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices over het eerste kwartaal van 2024.

Achtergrond

De overwegend positieve prestaties op de beurzen verbloemen dat er ook enkele tegenvallers te melden waren in het eerste kwartaal. Zo heeft een groot aantal multinationals winstwaarschuwingen afgegeven, denk hierbij aan Reckitt Benckiser (bekend van o.a. Strepsils en Dettol), Kering (met luxemerken zoals Gucci, Yves Saint Laurent en Balenciaga), evenals enkele chemische bedrijven zoals DuPont, BASF, maar ook autoproducent Tesla. Een oplopend aantal winstwaarschuwingen van bedrijven in combinatie met beursrecords die in positieve zin blijven sneuvelen is een gevaarlijke combinatie. In ons vorige kwartaalbericht gingen we al uitgebreid in op de gevaren van indexconcentratie in combinatie met de beperkingen van passief beleggen. Beide fenomenen zijn nog volop waarneembaar op de beurzen, zowel in de VS als in Europa.

Ambassador blijft benadrukken hoe belangrijk het is om je eigen huiswerk te doen, onafhankelijke conclusies te trekken en altijd een veiligheidsmarge te hanteren. Dit is essentieel om op de lange termijn een positieve performance te behalen, in de tussentijd accepteren we dat het afwijken van de massa soms een eenzame weg kan zijn. Toch, en wellicht ten overvloede, geloven we sterk dat de kansen in de huidige markt aanzienlijk afwijken van de consensus en dat de hogere rentevoet door de aandelenmarkt ten onrechte wordt genegeerd.



Figuur 1. Relatieve performance van Tesla versus de gehele S&P 500.

Inflatie is terug van weggeweest en dat begint langzaam zijn uitwerking te krijgen op bepaalde beleggingen waar de afgelopen jaren onevenredig veel fantasie in is geslopen. Zo heeft het onderwerp ESG-beleggen volgens Morningstar voor het vijfde opeenvolgende kwartaal te maken met uitstroom van geld. De verwachting is dat de hoger dan verwachte inflatiecijfers in dit segment nog wel enige tijd zullen huishouden. Veel van de aandelen in deze sector staan genoteerd tegen torenhoge waarderingen, zonder dat er 'duurzame' rendementen tegenover staan. In een recente podcast van Fortune verwoordde de CEO van

ExxonMobil, Darren Woods, het als volgt: "The dirty secret nobody talks about is how much this all is going to cost and who's willing to pay for it. The world waited too long to consider all the solutions needed to reduce emissions."

Deze kosten omvatten onder andere de verdere ontwikkeling van elektrische capaciteit en infrastructuur, evenals de uitrol van het elektrisch wagenpark, zonnepanelen en windmolens. De hoeveelheid grondstoffen, waaronder koper en zink, maar ook zeldzame metalen die hier de aankomende jaren voor benodigd zijn, is enorm en moet nog wel gefinancierd worden.

Ambassador Vermogensbeheer is van mening dat het succes op de beurs in de komende vijf tot tien jaar grotendeels afhangt van het vinden van de beste kansen in mogelijk minder populaire sectoren, zoals de grondstoffensector of in financiële waarden (verzekeraars en banken). Bij deze bedrijven zijn goede rendementen te vinden

tegen aantrekkelijke waarderingen. Dit geldt in het bijzonder voor de mijnbouwers, die soms genegeerd lijken te worden door beleggers. Desalniettemin verwachten wij dat door schaarste en oplopende inflatieverwachtingen de casus voor grondstoffen zeer interessant blijft.



Value Mandaat

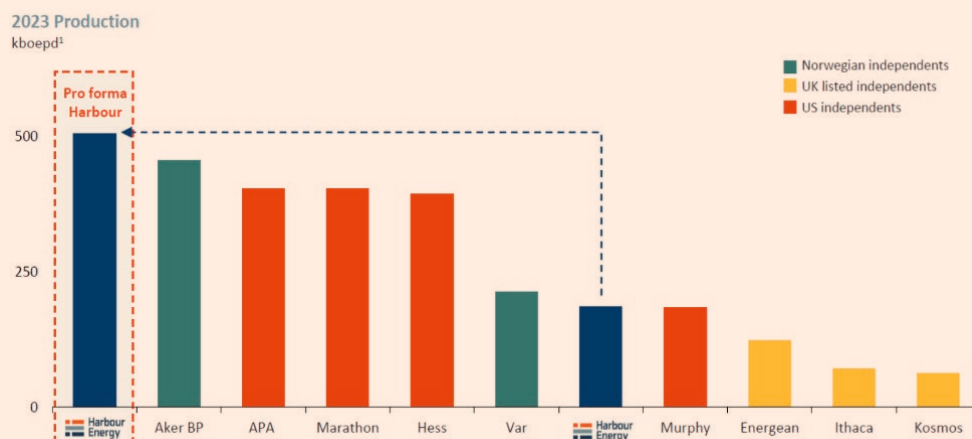
Het eerste kwartaal van 2024 liet een gemengd beeld zien. Goede resultaten van vooral banken en verzekeraars werden tenietgedaan door lagere koersen van vooral kleinere en middelgrote Europese aandelen. Ook de grondstoffensector had een moeizaam kwartaal, met Teck Resources en de oliesector als uitzonderingen.

In de portefeuille zijn de aandelen van de Britse dienstverlener in de defensie- en nucleaire sector, Babcock, geheel verkocht. Na een

mooie koersstijging, waarbij is meegelift op de sterke ontwikkeling van de Europese defensiesector, is het beoogde koersdoel bereikt.

Verder zijn de posities in meerdere financiële waarden verkleind, aangezien hun wegging in de portefeuille vrij groot was geworden. Ook is de positie in de Aziatische holding First Pacific na een sterke koersstijging verkleind. De korting ten opzichte van de intrinsieke waarde blijft hoog, ondanks goed presterende onderliggende participaties.

Acquisition transforms Harbour into a large-scale, global independent with a new peer group



Figuur 2. Na de omgekeerde overname van Wintershall DEA wordt Harbour Energy één van 's werelds grootste onafhankelijke olie- en gasproducenten

Er zijn geen nieuwe aandelenposities aan de portefeuille toegevoegd. Wel zijn de lagere koersen van Anglo American, Forvia, Harbour Energy, Phoenix Group en TKH Group aangegrepen om de posities te verzwaren. De koersen van kleinere en middelgrote Europese aandelen, evenals die van de grondstoffensector, blijven in onze ogen ten onrechte ondergewaardeerd en bieden aantrekkelijke kansen.

De obligaties van Heineken en TotalEnergies zijn afgelost. Met de opbrengst zijn kortlopende obligaties teruggekocht, waaronder die van de Nederlandse staat en Nestle. Onze voorkeur gaat nog steeds uit naar kortlopende obligaties van solide debiteuren. De keuze voor kortlopende obligaties komt voort uit de nog steeds inverse rentecurve, waarbij het rendement op kortlopende obligaties hoger ligt dan op langlopende obligaties. Bovendien zijn de risicopremies momenteel erg laag, waardoor beleggers nauwelijks worden beloond voor het nemen van meer risico.

Dividend Mandaat

Het Dividend Mandaat heeft een goede start van het jaar doorgemaakt, vooral dankzij goede resultaten van de banken, verzekeraars en oliewaarden.

In de portefeuille zijn de obligaties van **HSBC** en **Rabobank** geheel verkocht. Beide posities hebben het goed gedaan, maar er zijn nu betere alternatieven beschikbaar. Ook zijn aandelen van diverse banken en van verzekeraar **Aviva** deels verkocht vanwege het sterke koersresultaat en de zware weging in de portefeuille.

Er is een positie opgebouwd in het Belgische **Aedifica**, een vooraanstaande pan-Europese investeerder in verzorgingsvastgoed. De onderneming is actief in acht Europese landen en is eigenaar van 617 verzorgingstehuizen. De onderneming rapporteerde solide resultaten over 2023 en de vooruitzichten zijn positief. De aandelen zijn aantrekkelijk gewaardeerd met een prijs van nog geen 12 keer de cashflow en een dividendrendement van 6,75%. In tegenstelling tot de gebruikelijke Belgische dividendbelasting van 30%, bedraagt deze voor verzorgingsvastgoed slechts 15%. De onderneming profiteert van de vergrijzing in Europa en van de groeiende vraag naar hoogwaardige particuliere verzorgingstehuizen.



Een verzorgingstehuis van Aedifica.

Daarnaast is een positie ingenomen in **Harbour Energy**. Deze Britse olie- en gasproducent zal door de aangekondigde omgekeerde overname van Wintershall Dea één van 's werelds grootste onafhankelijke olie- en gasproducenten worden. De overname maakt Harbour Energy minder afhankelijk van de Britse Noordzee en dat zal de impact van de Britse windfall taks verminderen. Naar verwachting zal 2024 een overgangsjaar worden, waarbij de overname van Wintershall Dea naar alle waarschijnlijkheid in het vierde kwartaal zal worden afgerond. De aandelen zijn laag gewaardeerd en de markt lijkt weinig tot geen waarde toe te

kennen aan deze lucratieve deal. Voor het wachten worden we beloond met een aantrekkelijk dividendrendement van 7% op de huidige koers.

Verder zijn bestaande posities in **AkerBP**, **Carrefour**, **Sanofi** en **SBM Offshore** vergroot.

Op dit moment bestaat het Dividend Mandaat uit 38 posities; 34 aandelen, 1 preferent aandeel en 3 obligaties. De actuele cashflow (dividend + rente) bedraagt 6,1%.

Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat

Ons Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat is het eerste kwartaal van 2024 met een negatief resultaat begonnen, voornamelijk vanwege de hoge rente en het uitblijven van renteverlagingen door centrale banken.

Desalniettemin lijkt veel slecht nieuws reeds in de huidige koersniveaus verdisconteerd te zijn. De meeste vastgoedbedrijven in onze portefeuille hebben in 2023 solide operationele resultaten behaald, wat reden geeft om optimistisch te blijven op de middellange termijn. Ten eerste kan indexering als gevolg van hogere inflatie een gunstig effect hebben. Daarnaast is er sprake van schaarste als gevolg van een tekort aan nieuwbouw en hogere bouwkosten. Ten derde speelt de focus op duurzaamheid in de vastgoedmarkt verhuurders met kwalitatief hoogwaardige vastgoedportefeuilles in de kaart. Bovendien zien we geleidelijk aan meer insiders aandelen van vastgoedbedrijven kopen. Tot slot is het nog maar de vraag of de afwaarderingen van het vastgoed werkelijk zo groot zullen zijn als de markt momenteel lijkt in te prijzen.

In de portefeuille zijn de posities in **Aroundtown Properties** en **Grand City Properties** volledig verkocht. Beide vastgoedondernemingen hebben een relatief hoge schuldgraad en keren inmiddels geen dividend meer uit. Hoewel de koersen aanzienlijk zijn hersteld sinds het dieptepunt vorig jaar, blijven ze kwetsbaar in een omgeving van langdurig hogere rentetarieven.

In de portefeuille is een positie opgebouwd in **PPHE Hotel Group**. Dit bedrijf is eigenaar, exploitant en ontwikkelaar van 49 hotels met bijna 9400 kamers in het Verenigd Koninkrijk, Nederland, Italië,

Duitsland, Oostenrijk, Hongarije, Servië en Kroatië. Het merendeel van deze hotels is van hoge kwaliteit en bevindt zich in Londen, Amsterdam en Berlijn. PPHE Hotel Group heeft een eeuwigdurende licentie van Radisson Hotel Group om het Park Plaza-merk te exploiteren. Daarnaast bezitten ze het art'otel merk, en via hun dochtermaatschappij Arena zijn ze eigenaar van acht luxe kampeerlocaties in Kroatië.

De onderneming heeft de uitdagingen van de coronapandemie goed doorstaan en vertoont sterke operationele resultaten. De winstgevendheid is in het afgelopen jaar meer dan verdubbeld en het dividend is navenant gestegen naar 36 pence per aandeel. De vooruitzichten voor 2024 zijn solide. Desondanks noteren de aandelen van PPHE Hotel Group nog altijd bijna de helft onder de boekwaarde, terwijl deze boekwaarde door recente markttransacties wordt ondersteund. Met deze aankoop is PPHE Hotel Group de derde hotelgroep in de portefeuille, waarmee het totale gewicht van hotels in de portefeuille tot boven de 10% is gestegen.

Er zijn geen nieuwe posities ingenomen, maar de bestaande posities in **Eurocommercial Properties**, **Irish Residential REIT** en **Xior** zijn wel vergroot.

Het Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 23 posities, verspreid over verschillende segmenten, met een focus op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt ongeveer 4,2%.



Conclusie

Het beursjaar 2024 is overwegend positief van start gegaan voor aandelenmarkten, ondanks aanzienlijke verschillen tussen sectoren en regio's. De markt lijkt vooralsnog de risico's te negeren, met name de nog steeds aanhoudende, zij het afnemende, hoge inflatie. Vooral sterke arbeidsmarktdata, verstoringen van handelsroutes als gevolg van geopolitieke spanningen en een geleidelijke stijging van de olieprijs kunnen mogelijk de aanvankelijk verwachte meerdere renteverlagingen dit jaar dwarsbomen.

Dit alles vindt plaats tegen de achtergrond van een aandelenmarkt waarbij de performance steeds meer wordt gedreven door een selecte groep grote technologiebedrijven. De toenemende impact van passief beleggen, de focus op duurzaamheid en algoritmisch handelen spelen een belangrijke rol bij de huidige allocatie van kapitaal.

Het beursjaar 2024 is voor valuebeleggers matig begonnen, hoewel er tegen het einde van het eerste kwartaal tekenen lijken te zijn van een inhaalslag. Valueaandelen blijven erg goedkoop, ondanks

sterke cashflows en solide vooruitzichten. Onder de huidige marktomstandigheden is het essentieel om vast te houden aan ons strategisch plan, gericht op onderwaardering, trigger en cashflow (dividend en/of inkoop van eigen aandelen). Dit betekent dat we onze bestaande, aantrekkelijk gewaardeerde, posities uitbreiden en kansrijke nieuwe posities aan de portefeuille zullen toevoegen.

Op het moment dat de markt weer echt oog krijgt voor risico's en waarderingen, kan de situatie snel veranderen, zoals we dat voor het laatst in 2022 hebben gezien. In anticipatie op de verwachte draai in de markt is het van belang om goed gepositioneerd te zijn.

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. 8 april 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

