



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

2e kwartaal 2022

Market Update Q2 2022

De meeste aandelenmarkten hebben de koersdalingen uit het eerste kwartaal van 2022 een vervolg zien krijgen in het tweede kwartaal. Vooral juni was een zwakke maand als gevolg van aanhoudend hoge inflatie, oplopende rentes en recessievrees. Er zijn in het afgelopen kwartaal geen aandelenmarkten geweest die zich aan het negatieve sentiment wisten te onttrekken. Per saldo wisten alleen bedrijven uit de energiesector in het eerste halfjaar een positief rendement te behalen. Kanttekening is wel dat deze bedrijven in juni ook een flinke koersdaling lieten zien als gevolg van afnemende economische groeivoorzichten.

De hardste klappen hebben zich voorgedaan in de markten die het in de afgelopen jaren juist erg goed deden. Vooral de grote technologiebedrijven en ondernemingen die uit waarderingsoogpunt duur zijn, zagen de koersen sterk terugvallen. Ook de cryptomunten hebben grote verliezen laten zien.

Obligatiemarkten hebben de daling in het eerste kwartaal een vervolg gegeven als gevolg van hogere rentestanden en oplopende risicopremies. Daarmee is dit de slechtste start voor obligatiemarkten in meer dan dertig jaar tijd geworden. Zo zijn de rentes op 10-jarige staatsleningen sinds de start van het jaar met gemiddeld 125 tot 200 basispunten opgelopen, waarbij het renteverskil tussen de meer kredietwaardige landen en de minder kredietwaardige landen verder is toegenomen. De risicopremies, de extra vergoeding van bedrijfsobligaties t.o.v. staatsleningen, zijn met bijna 50 basispunten (0,50%) toegenomen voor investment grade schuld papier en met bijna 300 basispunten voor high yield obligaties.

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices tot en met 30 juni 2022

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 30-6-2022	%
AEX Index	659,23	-17,4%
DAX Index	12783,77	-19,5%
FTSE 100 Index	7169,28	-2,9%
MSCI World Index (\$)	2546,19	-21,2%
DJ Stoxx 600 Europe	4507,20	-16,5%
S&P 500 Index	3798,38	-20,6%
EURUSD FX	1,0483	-7,8%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	225,62	-13,9%
Iboxx Liquid Corp. TR Index	209,88	-11,2%

Achtergrond

De inflatie is in korte tijd gestegen naar niveaus die we sinds de jaren 70 niet meer hebben gezien. Zo bedraagt de inflatie in de VS inmiddels 8,6%. Ook in de EU noteert de inflatie, met 8,6% over de maand juni,

op een historisch record. Hoge energieprijzen, logistieke verstoringen, de coronapandemie steunpakketten en tekorten als gevolg van de oorlog in Oekraïne zijn de belangrijkste redenen hiervoor.

VS Consumentenprijsindex, jaarbasis (%)



Figuur 1. Inflatie in de VS op het hoogste niveau in 40 jaar tijd.

De aanhoudend hoge inflatie heeft centrale banken mondiaal er inmiddels toe aangezet om het monetaire beleid agressiever te gaan verkrappen en de rente verder te verhogen. De Amerikaanse centrale bank (FED) heeft bij de laatste vergadering de rente zelfs met 75 basispunten naar 1,75% verhoogd en verwacht, met nog meerdere renteverhogingen voor de boeg, eind dit jaar op een officieel rentetarief van ongeveer 3,5% uit te komen. Voor eind 2023 wordt door de FED zelfs een tarief van 4% voorzien.

De Europese Centrale Bank heeft bij de laatste vergadering het officiële rentetarief op -0,5% gehouden, maar heeft wel laten weten bij de komende vergaderingen de rente te zullen verhogen. In september zal de negatieve renteomgeving naar verwachting verlaten worden. De ECB hield verder nog een spoedzitting n.a.v. de onrust op de obligatiemarkten in de eurozone. Vooral het sterk oplopen van het

renteverschil tussen de noordelijke EU-lidstaten (lees: Duitsland) en de zuidelijke EU-lidstaten (lees: Italië) wordt als een probleem gezien. Er wordt gewerkt aan een 'anti-fragmentatie' instrument, zonder aan te geven hoe dit eruit moet komen te zien. De ECB staat voor de uitdaging om enerzijds de inflatie in de hand te houden en anderzijds om de rente en de renteversillen tussen de verschillende EU-lidstaten niet te hard te laten stijgen.

De Wereldbank heeft de verwachting voor de wereldwijde economische groei verlaagd naar 2,9% en waarschuwt dat stagflatie, zoals we in de jaren 70 van de vorige eeuw zagen, niet onwaarschijnlijk is. De Bank voor Internationale Betalingen (BIS), die ook wel bekend staat als de moeder der banken, heeft gewaarschuwd dat centrale banken meer moeten doen om de inflatie te beteugelen. De maatregelen die tot dusverre genomen zijn, blijken onvoldoende.

Value Mandaat

Het Value Mandaat heeft in het tweede kwartaal de rendementen in de portefeuilles zien teruglopen. Vooral in de laatste twee weken van juni vielen de portefeuilles terug. Na de aanvankelijk goede start van het jaar staan de rendementen van alle profielen eind juni op een verlies van 4% tot 5% voor het jaar.

Vooral de scherpe koersval van de Franse IT-onderneming **Atos** is opvallend. De onderneming heeft enkele weken geleden een digitale Capital Markets Day gehouden. Bij deze gelegenheid is aangekondigd dat de onderneming zal worden opgesplitst in een tak gericht op digitale transformatie en cybersecurity en in een tak gericht op het ontwikkelen, bouwen en managen van complexe en vitale informatiesystemen, feitelijk de 'legacy business'.





De verwachting in de markt was echter dat de eerste tak zou worden verkocht om zo waarde te creëren voor aandeelhouders. Daarbovenop blijkt er een prijskaartje van 1,6 miljard euro aan de opsplitsing te hangen en zal het enkele jaren duren alvorens de bijbehorende transformatie is geïmplementeerd. We houden de aandelen voor nu aan omdat de waardering erg laag is en de Franse overheid, enigszins tegen de marktverwachtingen in, heeft laten weten in beginsel positief te staan tegenover een eventuele verkoop van de divisie gericht op digitale transformatie en cybersecurity van **Atos** aan een andere Franse onderneming (Thales wordt genoemd).

Na het bod op **Boskalis** in het eerste kwartaal hebben we in het tweede kwartaal een bod gekregen op de kleine Singaporese IT-onderneming **Procurri**. Sinds opname in portefeuille twee jaren geleden, is dit al de derde keer dat er een bod wordt uitgebracht op de aandelen; nu met succes. Wij hebben de gehele positie in de markt verkocht.

In de portefeuille is de gehele positie in **Carrefour** verkocht. De korting van de Franse foodretailer t.o.v. de sector is voor een groot deel ingelopen en we zien betere kansen, vooral in de hoek van grondstoffen en energie.

Nieuw in de portefeuille is **Anglo American**, een grote internationaal opererende mijnbouwonderneming met een diverse portefeuille van grondstoffen zoals koper, nikkel, ijzererts, mangaan, metallurgische kolen (cokeskolen), platina en diamanten. De onderneming is wereldwijd actief met 56 mijnen, verspreid over 15 landen waaronder Canada, Zuid-Afrika, VK, Peru, Chili, Brazilië en Australië. Hoge(re) inflatie, de wereldwijde energietransitie en de forse investeringen in infrastructuur zijn gunstig voor grondstoffen en grondstof gerelateerde ondernemingen. In het afgelopen decennium is relatief weinig geïnvesteerd in nieuwe mijnen, terwijl de vraag wel is

gestegen. De recente koersdaling van veel mijnbouwbedrijven biedt een mooie gelegenheid om een positie op te bouwen in deze sector. We kiezen hierbij voor Anglo American vanwege de brede spreiding naar verschillende grondstoffen, de sterke marktpositie en de hoge dividenden die de onderneming uitkeert.

De terugval van de aandelenkoers van de Franse olie- en gasgigant **TotalEnergies** is gebruikt om een positie op te bouwen. Met stijgende aandeelhoudersrendementen dankzij de sterke macro-omgeving gecombineerd met een sterke kapitaaldiscipline, is de huidige waardering met een free cashflow rendement boven de 20% te goedkoop. Zeker als we daarbij in ogenschouw nemen dat het bedrijf een leidende decarbonisatie strategie heeft (net zero tegen 2050 of eerder) en dit jaar 25% van het budget in hernieuwbare energie investeert.

Eveneens nieuw in portefeuille is **Natwest Group** (National Westminster Bank), één van de grote Britse banken gericht op retail klanten, zakelijke klanten en private banking in met name het VK.



Natwest Group is bezig om zich in 2022 en 2023 gefaseerd terug te trekken uit de Ierse markt. Dit zal de rendabiliteit en de kapitaalpositie licht positief beïnvloeden. De bankgroep is de coronapandemie uitstekend doorgekomen. De Britse bank is daarnaast goed gekapitaliseerd en gaat een groot deel van de overkapitalisatie, circa 25% van de marktkapitalisatie, in de vorm van inkoop eigen aandelen teruggeven aan aandeelhouders. In potentie kan de aandeelhoudersreturn over 2022 en 2023 meer dan 10% per jaar

bedragen. De bank is verder goed gepositioneerd voor hogere rentestanden en een steilere rentecurve, waarbij het helpt dat de rente in het VK nooit onder nul is geweest. De aandelen **Natwest Group** noteren op een flinke korting ten opzichte van de boekwaarde.

Aan het eind van het kwartaal hadden we in de portefeuilles een bovengemiddeld hoge cashpositie. We verwachten de cash de komende tijd aan het werk te zetten.

Dividend Mandaat

Het Dividend Mandaat, voorheen Hoog Inkomen Mandaat genaamd, staat halverwege het jaar op een nipt verlies. De oplopende rentestand maakt dividendbetalers aantrekkelijk en dat is een belangrijke reden voor de sterke relatieve outperformance.

In de portefeuille is de positie in **Supermarket Income Reit** verkocht. Het aandeel van deze onderneming is in de dalende markt goed blijven liggen. Ook de positie in **Tate & Lyle** is verkocht. De onderneming heeft als gevolg van de gedeeltelijke verkoop van de divisie Primary Products een superdividend uitgekeerd en vervolgens een verlaging van het dividend doorgevoerd. Hoewel de perspectieven van de onderneming goed zijn, is het aangepaste dividendrendement te laag om het aandeel nog in portefeuille te houden.

Er is een obligatie aangekocht van de Amerikaanse onderneming **Iron Mountain**, wereldmarktleider op het gebied van opslag, bescherming en management van fysieke en digitale data. Als gevolg van de sterke rentestijging in de VS levert deze obligatie een aantrekkelijk rendement op van bijna 7%.

Nieuw in portefeuille is een positie in een obligatie van **EnQuest**, een kleine onafhankelijke producent van olie en gas in het Verenigd Koninkrijk. De onderneming is in 2010 ontstaan door het samenvoegen van Petrofac Energy Developments Limited en diverse activa van Petroleum AB. Bij de huidige olieprijs kan **EnQuest** de schuld in twee jaar nagenoeg geheel reduceren. Het rendement van bijna 10% op deze in april uitgegeven obligatie compenseert de risico's voldoende, ook als rekening wordt gehouden met de recent ingevoerde extra winstbelasting op oliebedrijven in het VK.

Tenslotte is er een positie opgebouwd in een achtergestelde lening van de Oostenrijkse verzekeraar **Vienna Insurance Group**. Deze lening keert nog een aantal jaren een vaste rente uit en daarna wordt de rentevergoeding gekoppeld aan de 3 maands rente met een opslag, waardoor het renterisico op de lening beperkt is. Het rendement is aantrekkelijk gegeven de hoge rating en de aard van de lening.

Op dit moment bestaat het Dividend Mandaat uit 40 posities: 35 aandelen, 2 preferente aandelen en 3 obligaties. De actuele cashflow (dividend + rente) bedraagt 4,9% en de onderliggende waarden kennen een aantrekkelijke waardering.



Beursgenoteerd vastgoed Mandaat

Beursgenoteerd vastgoed beleeft tot dusverre een erg moeizaam beleggingsjaar. De sterk gestegen rente is hiervoor de belangrijkste reden. Hoewel beursgenoteerd vastgoed, dankzij de geïndexeerde huurcontracten als één van de betere inflatiehedges bekendstaat, is daar vooralsnog weinig van te merken. In de praktijk zal het mogelijk lastig worden om de hogere indexering als gevolg van de sterk gestegen inflatie volledig door te berekenen aan huurders. Vooral in de sectoren winkelvastgoed en kantoren kan dit nog lastig worden vanwege de vele uitdagingen waarmee retailers te kampen hebben en omdat veel kantoren een lage bezettingsgraad kennen als gevolg van de sterke toename van het thuiswerken.

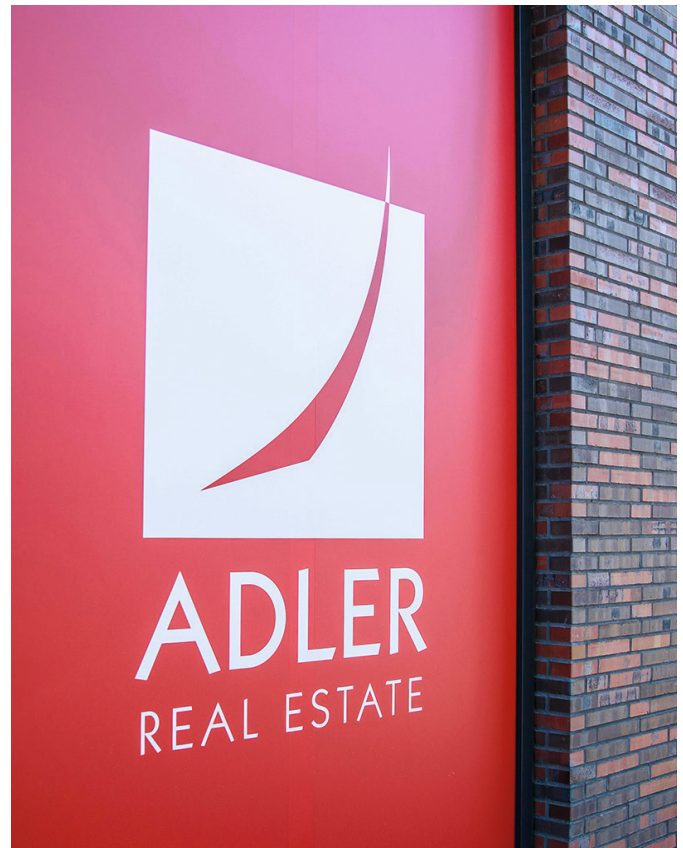
Niettemin is de koersdaling van beursgenoteerd vastgoed in de afgelopen maanden wel erg hevig geweest. Dit in schril contrast met de markt van direct vastgoed waar de prijzen van kwalitatief goed vastgoed op goede locaties onveranderd zijn. Daarbovenop hebben veel beursgenoteerde vastgoedondernemingen hun financiering voor langere tijd, tegen goede condities en lage rentelasten vastgelegd. De fundamenten van de markt voor beursgenoteerd vastgoed zijn over het algemeen beduidend beter dan de koersdalingen van de laatste tijd doen vermoeden.

In de portefeuille is wederom een positie opgebouwd in de Ierse residentiële vastgoedonderneming **Irish Residential REIT**. De fundamenten van de Ierse woningenmarkt blijven solide en de recente koersdaling van **Irish Residential REIT** bood de gelegenheid om op een aantrekkelijk niveau weer in te stappen.

Op de Duitse logistieke vastgoedonderneming **VIB Vermögen** is begin dit jaar door DIC Asset een partieel bod uitgebracht van 51 euro.

Op onze aanmelding is een significante toewijzing geweest. Sindsdien is de koers zonder noemenswaardige reden nagenoeg gehalveerd. De onderliggende gang van zaken blijft robuust en de waardering voor deze kleine kwaliteitsspeler is veel te laag. We hebben de koersdaling gebruikt om een flinke positie in het aandeel op te bouwen.

De jaarrekening van de Duitse residentiële vastgoedonderneming **Adler Group** is eind april alsnog gepubliceerd en door de accountant voorzien van een zogenaamde 'qualified opinion'. De belangrijkste reden hiervoor is dat uit forensisch onderzoek is gebleken dat een aantal posten niet volledig en tijdig konden worden toegelicht. Een nieuwe directie gaat, onder leiding van de ervaren CEO professor



Stefan Kirsten, de voormalige CFO van Vonovia, aan het werk om de genoemde bezwaren te adresseren. De balans is verbeterd door de verkopen van niet-kernvastgoed, de corporate governance wordt stapsgewijs verbeterd, de goodwill is nagenoeg volledig afgeboekt en er zijn een aantal zeer ervaren mensen aangetrokken, die ook voor een groot bedrag aandelen hebben gekocht. De markt richt zich momenteel nog erg op de uit het verleden geërfde compliance-gerelateerde zaken. De waarde en kwaliteit van de vastgoedportefeuille worden door de diverse recente verkopen gestaafd. De problemen zitten met name in de ontwikkelingstak van het bedrijf. Inmiddels onderzoekt **Adler Group** alle strategische opties, waaronder een volledige liquidatie of een opsplitsing van het bedrijf. De positie in **Adler Group** wordt aangehouden, omdat het aandeel wel erg veel slecht nieuws inprijs, terwijl er toch de nodige stappen in de goede richting worden gezet.

Het Beursgenoteerd vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 24 posities, gespreid over een groot aantal segmenten en geconcentreerd op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt 4,2%.

Conclusie

Financiële markten hebben de slechtste eerste helft van het jaar in decennia beleefd. De hoge rente en het verkrappende beleid van centrale banken als gevolg van de hoge inflatie zijn de belangrijkste redenen. Inmiddels zien we een verschuiving in de markt van zorgen over inflatie naar zorgen over de economische groeivoorzichten. Dit komt onder andere tot uiting in het consumentenvertrouwen dat zowel in Europa als de VS is teruggevallen tot historisch lage niveaus.

De waarderingen op financiële markten zijn als gevolg van koersdalingen beduidend afgenomen. Bij de publicatie van de komende halfjaarcijfers zal met name gekeken worden naar de winstverwachtingen voor het komende halfjaar. Dit zal een goede indicatie opleveren van in hoeverre de markt de onderliggende gang van zaken goed inschat.

Hoewel value aandelen ook niet geheel ongeschonden de eerste helft van het jaar zijn doorgekomen, is de resultaatsontwikkeling significant beter geweest dan die van de brede marktindices.

Wij verwachten dat we in de tweede helft van het jaar, met verdere renteverhogingen en verkrappend monetair beleid, een nagenoeg gelijk beeld zullen zien als in de eerste helft van het jaar. Wij verwachten hier goed voor gepositioneerd te zijn met een portefeuille van bedrijven met een lage waardering, die het in een omgeving van een meer normaal monetair beleid en hogere rentestanden goed zou moeten doen. Met een wat hoger dan gebruikelijke cashpositie zien we voldoende mogelijkheden om in te spelen op de kansen die de markt momenteel biedt.

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 juli 2022

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

