



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

3e kwartaal 2023

Market Update Q3 2023

De meeste aandelenbeurzen hebben in het derde kwartaal van 2023 negatieve resultaten geboekt. De belangrijkste oorzaken hiervoor waren de aanhoudend hoge inflatie, bezorgdheid over de economische groei en stijgende rentetarieven als gevolg van het voortdurende verkrappende beleid van centrale banken.

Een opvallende positieve uitschieter was de energiesector, die flink profiteerde van de hogere olieprijsen. De impact hiervan op de financiële markten en de economie werd verder versterkt door de stijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van andere valuta.

De hoge rentetarieven hebben ook druk uitgeoefend op de koersen van obligaties. Het is opvallend dat 2023 op weg lijkt te zijn om voor het derde achtereenvolgende jaar een negatief rendement op Amerikaanse obligaties te realiseren, iets wat historisch gezien nog niet eerder is voorgekomen. Ondanks de hogere rentevergoedingen, handhaven we vooralsnog onze strategie om de rentegevoeligheid van de obligatieportefeuille relatief laag te houden. We verwachten namelijk dat de opwaartse druk op de rentetarieven zal aanhouden, gezien de hoge overheidsschulden en het beleid van centrale banken om hun omvangrijke balansen af te bouwen.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 30-9-2023	%
AEX Index	728,79	5,8%
DAX Index	15386,58	10,5%
FTSE 100 Index	7608,08	2,1%
MSCI World Index (\$)	2853,44	9,6%
DJ Stoxx 600 Europe	450,22	6,0%
S&P 500 Index (\$)	4288,05	11,7%
EURUSD FX	1,0573	-1,4%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR <i>Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd, gem. looptijd ca. 8,5 jaar</i>	218,32	-0,4%
Iboxx Liquid Corp. TR Index <i>Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd, gem. looptijd ca. 5,3 jaar</i>	208,54	2,3%

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices over de eerste negen maanden van 2023.

Achtergrond

Veel bedrijven hebben afgelopen zomer hun halfjaarcijfers gerapporteerd. Vooral de cijfers van banken en verzekeraars vielen in positieve zin op. Opvallend genoeg leidden deze gunstige resultaten echter nauwelijks tot stijgende beurskoersen. Aan de andere kant werden tegenvallende cijfers hard afgestraft, met het Nederlandse

betalingsbedrijf Adyen als opvallendste voorbeeld. Hier resulteerde een licht lager dan verwachte groei en aanhoudende margedruk in een halvering van de beurskoers. Het aandeel, dat overigens niet in onze portefeuilles is opgenomen, dient als een treffend voorbeeld van een zogenaamde 'growth trap' en illustreert het risico van een hoge waardering in een omgeving van stijgende rentestanden.

Na de publicatie van de halfjaarresultaten verschoof de aandacht van beleggers weer naar geopolitieke ontwikkelingen en macro-economische data. Eén van de meest opvallende gebeurtenissen was de periodieke bijeenkomst van de centrale banken medio september. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft voor de tiende keer op rij de rente verhoogd, ditmaal met 25 basispunten tot 4%. De voornaamste reden hiervoor is de aanhoudend hoge inflatie. Het lijkt waarschijnlijk dat met deze rentestap de piek is bereikt. De ECB verwacht dat de inflatie in 2025 weer rond de doelstelling van 2% zal liggen. Voor dit jaar verwacht de ECB een gemiddelde inflatie van 5,6%, gevolgd door 3,2% in 2024. Daarnaast zijn de groeiverwachtingen voor de periode 2023-2025 aanzienlijk naar beneden bijgesteld, tot respectievelijk 0,7% voor 2023, 1% voor 2024 en 1,5% voor 2025.

In tegenstelling tot de ECB heeft de Federal Reserve (Fed) zoals verwacht de rente niet verhoogd. Toch houdt de Fed de mogelijkheid open voor een verdere renteverhoging later dit jaar. De aanhoudend hoge inflatie, die volgens de Fed pas in 2026 weer naar 2% zal dalen, en herziene werkloosheidsverwachtingen (die nog steeds laag zijn), zijn de voornaamste redenen hiervoor. Ook de Bank of England

heeft, na maar liefst 14 opeenvolgende renteverhogingen, besloten om de rentetarieven ongewijzigd te laten op 5,25%, voornamelijk vanwege beter dan verwachte inflatiecijfers over augustus.

Hoewel de inflatie momenteel hoog is en naar verwachting nog geruime tijd hoog zal blijven, zien we een geleidelijke afname van de inflatie en een vertraging in de economische groei. Voorlopig gaan we er dan ook van uit dat centrale banken geen verdere renteverhogingen zullen doorvoeren, behalve mogelijk nog één in de VS later dit jaar. Gezien het tempo en de omvang van de renteverhogingen lijkt het verstandig om zorgvuldig te evalueren wat de impact van het gevoerde beleid is. Bovendien rijst de vraag of het zinvol is om de rente nog verder te verhogen, aangezien een groot deel van de hoge inflatie wordt veroorzaakt door logistieke verstoringen, deglobalisatie, stijgende energieprijzen en verhogingen van het minimumloon, factoren waar renteverhogingen weinig invloed op hebben. Mocht verdere verkrapping van het monetaire beleid in het komende jaar nodig zijn, dan kunnen centrale banken overwegen om hun balansen versneld af te bouwen of de leenvoorwaarden van banken aan te scherpen.

Value Mandaat

In tegenstelling tot de meeste aandelenmarkten heeft het Value Mandaat wel een positief rendement weten te behalen over het derde kwartaal. De aanzienlijke blootstelling aan de energiesector, enkele positieve ontwikkelingen bij individuele posities, en de bevredigende halfjaarcijfers van de meeste bedrijven in onze portefeuille zijn de belangrijkste redenen hiervoor.

Aan obligatiezijde heeft het geholpen om de rentegevoeligheid van de portefeuille zeer laag te houden, waardoor de opwaartse druk op de rentetarieven slechts een beperkte negatieve invloed had op de portefeuilles.

Nieuw in portefeuille is **Endeavour Mining**, een West-Afrikaanse goudproducent genoteerd aan de Londense beurs. De vooruitzichten voor de goudprijs zijn historisch gezien positief. De ratio ten opzichte van de S&P 500 is laag, centrale banken voeren goudaankopen uit om het percentage goud in hun reserves weer in lijn te brengen met het historisch gemiddelde, en de goudprijs vertoont historisch gezien een sterke stijging na het einde van een periode van een inverse rentecurve, vaak samenvallend met het einde van monetaire verkrapping. Met Endeavour Mining spelen we op deze ontwikkelingen in. Bovendien is de waardering zowel absoluut als relatief laag, ondanks een sterke balans en uitstekende operationele prestaties.



De volledige positie in het Franse farmaceutische bedrijf **Sanofi** is na een positieve koersontwikkeling verkocht.

Begin september hebben we onze positie in **Renewi** uitgebreid, na een daling van de aandelenkoers. Renewi is actief in de circulaire economie en afvalverwerking. Tegen het einde van het kwartaal ontving de onderneming onverwacht een overnamebod van 775 pence per aandeel van de Australische investeerder Macquarie. Dit bod is door het management afgewezen omdat het niet het volledige potentieel van Renewi weerspiegelt. We volgen de ontwikkelingen nauwlettend en houden onze aandelenpositie vooralsnog ongewijzigd.

We hebben ook onze positie in **NN Group** vergroot. De koers van de Nederlandse verzekeraar is aanzienlijk gedaald na de uitspraak van het Hof van Beroep in Den Haag, waarin werd geoordeeld dat NN Group bij de verkoop van levenszekeringen in de jaren 90 en 2000 kosten in rekening bracht die niet met de klant zouden zijn overeengekomen. Het Hof heeft hierbij overigens niet aangegeven dat NN Group gedupeerden moet compenseren. NN Group heeft aangegeven het

niet eens te zijn met deze uitspraak en stelt dat ze voldaan heeft aan de destijds geldende wetgeving, waaronder Europese wetgeving en richtlijnen, en gangbare praktijken zoals provisies, zoals eerder al werd bevestigd door het Gerechtshof in Rotterdam.

Hoewel het onmogelijk is om een exact schadebedrag te berekenen vanwege ontoereikende beschikbare informatie, kunnen we wel een aantal conclusies trekken. NN Group blijft operationeel sterk presteren, met een verwachte operationele cashflow van 1,8 miljard euro voor 2023, een solvabiliteitsratio van ongeveer 200% en een cashpositie van bijna 2 miljard euro in de holding. Zonder de kwestie van de woekerpolissen wordt de waarde van het aandeel op meer dan 50 euro geschat. Als gevolg van dit nieuws is de beurswaarde met meer dan 2 miljard euro gedaald, wat aanzienlijk lijkt gezien een eerder getroffen schikking van 365 miljoen euro. De hoogste schikking ooit in Nederland betrof de Fortisclaim, waarbij 1,2 miljard euro werd betaald. We verwachten niet dat het tot een dergelijk groot bedrag zal komen, maar de onzekerheid zal nog enige tijd boven het aandeel blijven hangen totdat de Hoge Raad een definitieve uitspraak heeft gedaan.



Dividend Mandaat

Het Dividend Mandaat heeft in het derde kwartaal eveneens een positief rendement behaald, voornamelijk dankzij de aanzienlijke blootstelling aan de energiesector.

De posities in **Adecco** en **IBM** zijn volledig verkocht vanwege recent gunstige koersontwikkelingen. De marktomstandigheden voor **Adecco** blijven uitdagend en het bedrijf kampt met een relatief hoge schuldpositie. Dit roept de vraag op of het hoge dividend op de lange termijn houdbaar blijft. **IBM** heeft ons koersdoel bereikt.

In de portefeuille hebben we een oude bekende aangekocht: het gerenommeerde Amerikaanse farmaceutische bedrijf **Bristol-Myers Squibb**. Dit bedrijf is vooral actief op het gebied van oncologie, hart- en vaatziekten, immunologie en virologie. Ze biedt een breed scala aan producten, waarbij de twee belangrijke blockbusters, Eliquis en Opdivo, goed zijn voor meer dan de helft van de omzet. Beide producten hebben veelbelovende groeivoorzichten en hebben exclusiviteit tot respectievelijk eind 2026 en begin 2028. De recente daling van de beurskoers is deels toe te schrijven aan



sectorgerelateerde uitdagingen en deels aan twijfels in de markt over het vermogen van het bedrijf om de dalende omzet te compenseren met nieuwe producten. Wij zijn van mening dat de markt te pessimistisch is geworden. De aandelen worden momenteel verhandeld tegen een koers-winstverhouding van 8, en het progressieve dividendbeleid resulteert in een dividendrendement van 3,75%.

Daarnaast hebben we een positie opgebouwd in **TKH Group**. Dit bedrijf, genoteerd aan de Nederlandse Midkap, heeft in de afgelopen decennia succesvol de transitie gemaakt van een kabelproducent naar een industrieel conglomeraat en uiteindelijk naar een technologiebedrijf. De onderneming richt zich op innovatieve oplossingen en systemen in snelgroeiende nichemarkten op het gebied van automatisering, digitalisering en elektrificatie. Hierbij worden hardware, software en klantspecifieke inzichten

gecombineerd. Ze 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.

Op dit moment bestaat het Dividend Mandaat uit 40 posities: 33 aandelen, 1 preferent aandeel en 6 obligaties. De actuele cashflow (dividend + rente) bedraagt 6,2%.

Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat

De sector van beursgenoteerd vastgoed is, als gevolg van de snelle stijging van de rente, één van de minder presterende sectoren in 2022 en 2023. In het derde kwartaal van 2023 hebben we echter herstel gezien in deze sector. Dit herstel werd vooral gedreven door solide operationele resultaten van veel beursgenoteerde vastgoedondernemingen over het eerste halfjaar. Bovendien lijkt het einde van de renteverhogingen door centrale banken in zicht te zijn.

Op de huidige koersniveaus lijkt veel slecht nieuws al in de koersen te zijn verwerkt. Hoewel de stijging van de rente de belangrijkste reden is

geweest voor de koersdalingen in de beursgenoteerde vastgoedsector, zijn er verschillende fundamentele redenen om optimistisch te blijven op de middellange termijn. Ten eerste kan indexering als gevolg van hogere inflatie een gunstige invloed hebben. Daarnaast is er sprake van schaarste vanwege 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 daadwerkelijk zo groot zullen zijn als de markt momenteel lijkt in te prijzen.

Het meest opvallende nieuws van het afgelopen kwartaal was de overname van de Scandinavische zelfopslaggroep, die toepasselijk de naam **Self Storage Group** draagt, voor 40 NOK per aandeel. Dit vertegenwoordigt een premie van maar liefst 67% boven de laatste koers. Deze onderneming was één van de grotere posities in onze portefeuille en is op een kleine korting ten opzichte van de overnameprijs verkocht.

Bovendien hebben we besloten om onze volledige posities in **Land Securities** en **Cofinimmo** te verkopen, omdat er in de markt alternatieven met betere perspectieven beschikbaar waren. De opbrengst hebben we gebruikt om enkele bestaande posities op te hogen, zoals **Aedifica** en **Urban Logistics Group**.

Nieuw in onze portefeuille is **Dalata Hotel Group**, de grootste hoteloperator van Ierland. De onderneming bezit 31 hotels waaronder de merken Maldron Hotel en Clayton Hotel. Daarnaast leasen ze 18 hotels en beheren ze nog eens drie hotels voor derden. De hotels bevinden zich in Ierland en het VK, en sinds 2022 is Dalata Hotel Group ook actief met een hotel in Düsseldorf in Duitsland. Momenteel heeft de onderneming vijf hotels in aanbouw. Na voltooiing van het ontwikkelingsprogramma zal Dalata Hotel Group beschikken over 12.380 hotelkamers, waarvan meer dan de helft in eigendom zal zijn. Dalata Hotel Group heeft sterke halfjaarresultaten gerapporteerd en heeft de hervatting van dividendbetalingen aangekondigd na de opschorting als gevolg van de coronapandemie. Over het eerste halfjaar van 2023 zal een interim-dividend van 0,04 euro per aandeel worden uitgekeerd. De waarde van de activa van de onderneming is met 6% gestegen ten opzichte van eind 2022 en bedraagt nu 1,58 miljard euro. Deze groei is zichtbaar in alle marktsegmenten waarin

Dalata Hotel Group actief is. De boekwaarde per aandeel bedraagt momenteel 6,26 euro. Met onze investering in Dalata Hotel Group spelen we in op het herstel van de recreatiesector. De onderneming is aantrekkelijk gewaardeerd, met een koers die meer dan 30% onder de boekwaarde ligt en een lage EV/EBITDA multiple van slechts 7,5.

Daarnaast hebben we een nieuwe positie ingenomen in **Safestore**, de grootste speler op het gebied van zelfopslag in het VK, met in totaal 181 panden. De onderneming bezit en least vooral panden in grote Britse steden, maar is daarnaast ook actief in Parijs, Nederland, België en Spanje. Hoewel de nichemarkt van vastgoedverhuur voor zelfopslag niet immuun is voor economische tegenwind, biedt deze wel uitstekende perspectieven voor de middellange termijn. Dit komt vooral door de voortdurende verstedelijking en het tekort aan woon- en opslagruimte. De sterk gedaalde beurskoers sinds de piek eind 2021 biedt een interessante instapmogelijkheid met een aantrekkelijke waardering, inclusief een dividendrendement van ruim 4%.

Onze meest recente toevoeging aan de portefeuille is **Eurocommercial Properties**, een grote Europese winkelvastgoedonderneming met 24 grote winkelcentra in België, Frankrijk, Italië en Zweden. De onderneming presteert solide en indexeert de huurprijzen over de gehele portefeuille met de inflatie. De aandelen worden aantrekkelijk gewaardeerd, met een korting van 45% ten opzichte van de boekwaarde. Het dividendrendement, dat door inkomsten wordt gedekt, bedraagt bijna 8%.

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



Conclusie

Het derde kwartaal heeft geleid tot koersdalingen op de meeste beurzen, voornamelijk als gevolg van monetaire verkrapping en stijgende rentestanden. De hogere rente heeft grote internationale beleggers doen besluiten hun allocatie naar obligaties te vergroten ten koste van aandelen. Het is opvallend dat ondanks de grote verschillen in waardering tussen diverse regio's en sectoren, er geen echt grote verschuiving heeft plaatsgevonden naar goedkopere markten als Europa en opkomende markten.

Verder valt op dat een deel van de aandelenmarkt erg duur is, waarbij de halfjaarresultaten in meerdere gevallen niet hebben voldaan aan de hooggespannen verwachtingen. Dit laatste geldt overigens nog steeds niet voor waarde-aandelen, die zeer aantrekkelijk geprijsd zijn. Hierdoor blijft het opwaartse potentieel in onze portefeuilles onverminderd hoog.

Met name Amerikaanse technologieaandelen zijn duur en hier bestaat een aanzienlijk risico op koersdalingen als de rente langer hoog blijft. Waarde-aandelen hebben traditioneel minder last van stijgende rentetarieven, vooral in de sectoren energie, grondstoffen, financiële diensten, farmaceutische bedrijven en telecom, vanwege de nog steeds lage waarderingen, sterke cashflows en solide vooruitzichten.

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 oktober 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

