



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

4e kwartaal 2024

Market Update Q4 2024

De aandelenmarkten lieten in het vierde kwartaal een gemengd beeld zien. Terwijl de Amerikaanse aandelenmarkten positieve resultaten boekten dankzij de verkiezingswinst van Trump, eindigden veel Europese beurzen juist in de min in het vierde kwartaal. Toenemende geopolitieke spanningen en zorgen over grootschalige handelsconflicten en mogelijke importheffingen, die kunnen leiden tot hogere inflatie en lagere economische groei, speelden hierbij een belangrijke rol. Daarnaast blijven centrale banken terughoudend met renteverlagingen, aangezien de kerninflatie nog steeds boven het gewenste niveau ligt.

Over het gehele jaar 2024 behaalden de meeste grote aandelenindices goede resultaten. Opvallend daarbij was het grote verschil in prestaties tussen Amerikaanse aandelen en die van de rest van de wereld. Grote ondernemingen lieten sterke koerswinsten zien, terwijl middelgrote en kleine bedrijven veelal te kampen hadden met dalingen. Ook in Nederland kwam dit verschil duidelijk naar voren: de AEX-index behaalde een dubbelcijferige winst, terwijl de AMX-index een aanzienlijk verlies van 8,8% heeft geleden.

Andere opvallende positieve uitschieters in 2024 waren de Amerikaanse dollar, edelmetalen zoals goud en zilver, en verschillende cryptovaluta.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 31-12-2024	%
AEX Index	878,63	11,7%
AMX index	835,18	-8,8%
DAX Index	19909,14	18,9%
FTSE 100 Index	8173,02	5,7%
MSCI World Index (\$)	3718,94	17,3%
DJ Stoxx 600 Europe	507,62	6,0%
S&P 500 Index (\$)	5881,63	23,3%
EURUSD FX	1,0354	-6,2%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR <i>Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd, gem. looptijd ca. 8,5 jaar</i>	238,01	1,9%
Iboxx Liquid Corp. TR Index <i>Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd, gem. looptijd ca. 5,3 jaar</i>	230,34	3,8%

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices over 2024.

Achtergrond

De financiële markten stonden in 2024 grotendeels in het teken van de Amerikaanse presidentsverkiezingen. De overtuigende overwinning van Donald Trump, in combinatie met de ruime meerderheid van de Republikeinse Partij in zowel de Senaat als het Huis van Afgevaardigden, leidde tot aanzienlijke marktbevingen. Vooral de Amerikaanse aandelenmarkten reageerden positief en noteerden sterke koersstijgingen. Beleggers anticiperen op de pro-business koers van president Trump, met lagere belastingen en minder regelgeving. Dit beleid, dat gericht is op het stimuleren van de Amerikaanse economie, komt op een moment dat deze economie al sterk presteert, zeker in vergelijking met andere ontwikkelde economieën. Een belangrijk risico van deze koers is echter dat deze de inflatie verder kan aanjagen, juist nu centrale banken moeite hebben om de inflatie onder controle te houden. Daarnaast kan het voornemen om hoge invoerheffingen op buitenlandse goederen in te voeren een inflatoir effect hebben.



De aandelenmarkten in Europa en opkomende markten lieten in het afgelopen kwartaal een forse neerwaartse beweging zien. Ook de euro en veel valuta uit opkomende markten verloren aanzienlijk terrein ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

Het waarderingsverschil tussen Amerikaanse aandelen en aandelen uit andere ontwikkelde markten, zoals Europa, het VK en Japan, is inmiddels opgelopen tot historisch hoge niveaus. Zelfs tijdens de jaren '70 en de internetbubbel was dit verschil niet zo groot als nu.

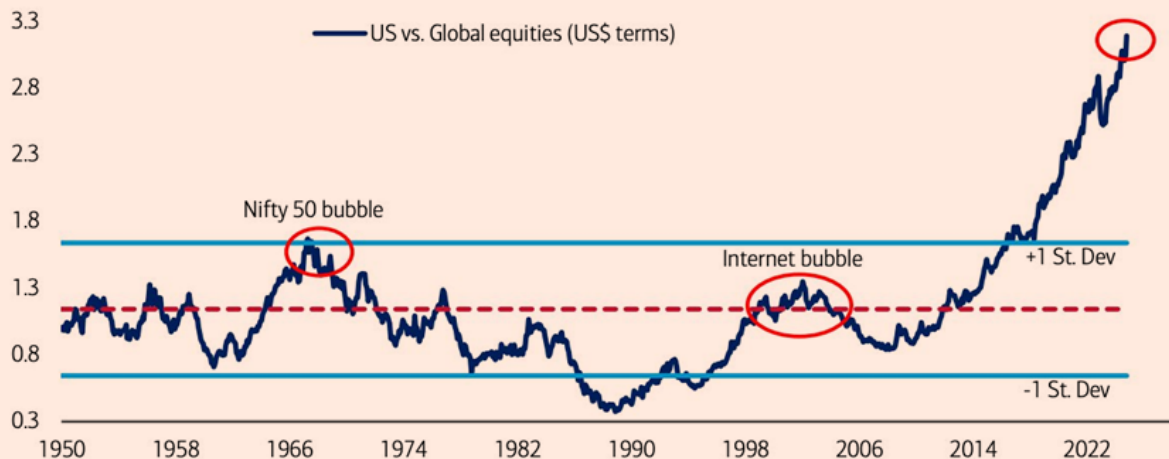
Ter illustratie van het waarderingsverschil, de S&P noteert momenteel rond de 29x de winst. De MSCI Europe noteert op ongeveer 14,8x de winst, wat in lijn ligt met het gemiddelde sinds 2011, terwijl de MSCI

Europe Value op 10,3x noteert, lager dan het historisch gemiddelde van 12,5x. De MSCI Europe Growth noteert daarentegen op 25,4x, ruim boven het historische gemiddelde van 19,6x.

Hoewel Amerikaanse bedrijven profiteren van de economische groei in de VS en van aantrekkelijke energietarieven, wat hen een concurrentievoordeel oplevert, rechtvaardigt dit niet het grote verschil in waardering. De Amerikaanse aandelenmarkt lijkt duidelijk overgewaardeerd. In Europa daarentegen zijn de waarderingen aantrekkelijk, niet alleen voor kleinere bedrijven, maar ook voor een aantal multinationals. Ook deze grote bedrijven noteren tegen historisch hoge kortingen ten opzichte van hun Amerikaanse concurrenten.

Chart 2: 75-year high in US stocks vs Rest-of-World

US vs Global ex-US equities (relative price performance, USD)



Source: BofA Global Investment Strategy, Global Financial Data, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

Value Mandaat

De valueportefeuilles hebben over de gehele linie een positief resultaat behaald. Vergeleken met de grote internationale indices bleven de prestaties echter achter. De verklaring hiervoor is dat onze valueportefeuilles voornamelijk bestaan uit middelgrote Europese aandelen, een categorie die in 2024 duidelijk achterbleef. Het verschil was vooral groot in vergelijking met de grote Amerikaanse indices, die sterk werden gedragen door de bekende Amerikaanse technologieaandelen.

Het verschil in performance kan deels worden toegeschreven aan de sterkere economische ontwikkelingen in de VS, de hoge energielasten in Europa en de oorlog in Oekraïne, die Europa zwaarder treft dan de VS. Daarnaast speelt de politieke instabiliteit in Europa een rol. Denk hierbij aan de ontwikkelingen in zowel Duitsland als Frankrijk, waar nieuwe verkiezingen op de rol staan. Verder draagt de voortdurende uitstroom van kapitaal van actieve naar passieve mandaten bij aan dit verschil. Deze factoren hebben gezamenlijk geleid tot een historisch groot waarderingsverschil tussen Amerikaanse en Europese aandelen.

Tegelijkertijd vormen de hoge verwachtingen en waarderungen in de VS een risico. Er is weinig ruimte om zelfs lichte tegenvallers op te vangen, wat het risico op een mogelijke correctie vergroot. Voor

Europa geldt het tegenovergestelde: door de lage verwachtingen en waarderungen is veel slecht nieuws al ingeprijsd, waardoor positieve verrassingen juist een opwaarts effect kunnen hebben.

In de portefeuille zijn de posities in **Ageas**, **Bristol-Myers Squibb**, **Flow Traders** en **Vopak** volledig verkocht. Deze aandelen hebben een mooi koersverloop laten zien, de opwaartse potentie lijkt op de huidige niveaus beperkt.

De opbrengst hiervan, samen met de reeds opgebouwde kaspositie, is herbelegd in een aantal grotere bedrijven die recent aanzienlijk in koers zijn gedaald. Zo zijn posities opgebouwd in onder andere **ArcelorMittal**, **ASML**, **Heineken** en **Sanofi**. Dit zijn grote, wereldwijd actieve Europese ondernemingen die momenteel op een aantrekkelijk waarderingsniveau noteren.

Daarnaast is een nieuwe positie ingenomen in het Noorse **Frontline**, de grootste vervoerder van olie op zee ter wereld. Het bedrijf beschikt over een moderne en relatief jonge vloot, waaronder 41 VLCC's, 23 Suezmax-tankers en 18 Aframax-tankers. De recente koersdaling biedt een aantrekkelijke kans om in te stappen in deze cyclische markt, die momenteel gezonde fundamenten kent. Frontline heeft een solide balans en voert een aandeelhoudersvriendelijk beleid.





Ook is een positie ingenomen in **Diageo**, een wereldwijde marktleider in alcoholische dranken met een portfolio van meer dan 200 merken, die in meer dan 180 landen worden verkocht. Bekende namen zoals Johnnie Walker, Smirnoff, Guinness en Baileys zorgen voor sterke marktherkenning. De Amerikaanse markt, goed voor ongeveer 50% van de operationele winst, maakt Diageo aantrekkelijk voor investeerders die op zoek zijn naar groei in een sterke economie. Bovendien scoort Diageo goed op het gebied van ESG, en biedt de recente koersdaling een aantrekkelijk instapmoment.

Een andere nieuwkomer in de portefeuille is **Fugro**. Dit Nederlandse bedrijf is gespecialiseerd in funderingstechniek en grondmechanica en

houdt zich bezig met geo-data en bodemonderzoek. Deze data worden gebruikt in sectoren zoals olie en gas, mijnbouw, hernieuwbare energie en infrastructuurontwikkeling. Fugro's transformatie naar een meer gediversifieerde onderneming is goed zichtbaar. Waar in 2016 olie en gas nog goed waren voor twee derde van de omzet, is dit aandeel in 2024 gedaald naar een derde. Tegelijkertijd is het aandeel van hernieuwbare energieprojecten gestegen tot 42% van de totale omzet. Financieel gezien heeft Fugro sterke vooruitgang geboekt. De hoge schuldenlast is sinds 2022 flink afgebouwd en de operationele marges zijn hersteld tot niveaus die vergelijkbaar zijn met de piekperiodes van 2009-2012. Met een waardering van slechts 8 keer de winst en een dividendrendement van 3,5% bood de recente koersdaling een aantrekkelijk instapmoment.

Tot slot heeft afvalverwerker en recyclingonderneming **Renewi** een overnamebod ontvangen van de Australische investeerder Macquarie Group, ter waarde van 870 pence per aandeel. De directie van Renewi heeft dit bod geaccepteerd. Een jaar eerder had Macquarie al een poging gedaan, maar het destijds lagere bod werd afgewezen. Dit keer achten wij de overname kansrijk, aangezien naast de directie ook drie grote aandeelhouders, samen goed voor 15% van de aandelen, zich achter het voorstel hebben geschaard. De Australiërs hebben tot 23 januari de tijd gekregen om het boekenonderzoek af te ronden en een officieel bod uit te brengen.



Dividend Mandaat

Het Dividend Mandaat heeft, ondanks een uitdagend vierde kwartaal, over heel 2024 een mooi positief resultaat weten neer te zetten. Vooral defensieve beleggingen zoals **Ahold Delhaize**, **KPN** en **Unilever** hebben sterk bijgedragen aan deze prestatie. Daarnaast presteerden ook bedrijven als **SBM Offshore** en **Vopak** goed.

In de portefeuille zijn de posities in **Bristol-Myers Squibb**, **Flow Traders** en **Oriental Watch** volledig verkocht na een fraaie koersontwikkeling.

Tegelijkertijd zijn nieuwe posities opgebouwd. Zo is een **Noorse staatslening** aan de portefeuille toegevoegd. Daarnaast is een positie ingenomen in **Eurocommercial Properties**, een vastgoedonderneming genoteerd aan de Nederlandse Midkapindex. Het bedrijf is aantrekkelijk gewaardeerd en biedt een dividendrendement van bijna 8%.

Een andere nieuwkomer in de portefeuille is **Coca-Cola FEMSA**, de grootste bottelaar van Coca-Cola-producten ter wereld. Het Mexicaanse bedrijf werkt nauw samen met **The Coca-Cola Company** en is verantwoordelijk voor de productie, distributie en verkoop van Coca-Cola-producten in Latijns-Amerika, waaronder Mexico, Brazilië, Colombia, Argentinië en Centraal-Amerika. Daarnaast heeft het ook activiteiten in de Filipijnen. Coca-Cola FEMSA opereert als bottelaar onder licentie van The Coca-Cola Company, dat eigenaar is van de merken en de concentraten formuleert. Coca-Cola FEMSA verzorgt de gehele operationele keten, van productie tot verkoop. De waardering van Coca-Cola FEMSA is aantrekkelijk: met een verwachte EV/EBITDA van 7,3, een koers-winstverhouding van 15 en een dividendrendement van ongeveer 3,7% voor 2024, is het aandeel zowel absoluut als relatief niet duur.

Het Dividend Mandaat bestaat momenteel uit 39 posities: 35 aandelen en 4 obligaties. De actuele cashflow (dividend + rente) bedraagt 6,3%.



Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat

Het Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat kende een verliesgevend vierde kwartaal, wat heeft geleid tot een negatief resultaat over heel 2024. De aanhoudend hoge inflatie en het trage tempo waarmee centrale banken de rente verlaagden, waren de belangrijkste oorzaken van de zwakke koersontwikkeling van de portefeuille.

De lagere koersen in dit marktsegment zijn aangegrepen om de volledige cashpositie te heralloceren. Dit is gerealiseerd door zowel bestaande posities uit te breiden als nieuwe posities aan de portefeuille toe te voegen.

De eerste nieuwe positie betreft **NSI**, een kleine maar aantrekkelijk gewaardeerde Nederlandse specialist in kantoorvastgoed. De

onderneming noteert tegen minder dan 10 keer het directe resultaat en biedt een dividendrendement van bijna 8%. De samenwerking met grootaandeelhouder First Sponsor biedt mogelijkheden voor waardecreatie, bijvoorbeeld door kantoorruimtes om te bouwen tot woningen of andere functies om leegstand te verminderen. Dit kan helpen de aanzienlijke korting op de boekwaarde van ruim €35 per aandeel te verkleinen. Hoewel een volledige overname door First Sponsor een mogelijkheid is, lijkt dit op korte termijn niet de belangrijkste doelstelling.

De tweede nieuwe positie is **Land Securities**, een oude bekende binnen de portefeuille. Dit Britse vastgoedbedrijf bezit kwalitatief hoogwaardige kantoorpanden met langlopende huurcontracten in Londen. Daarnaast heeft het winkelcentra en hotels in het

Verenigd Koninkrijk in portefeuille. Land Securities noteert momenteel tegen een korting van 25% op de boekwaarde en biedt een groeiend dividend, wat op de huidige koers neerkomt op een dividendrendement van bijna 6,5%.

Ondanks de teleurstellende koersontwikkeling in 2024 blijft de portefeuille aantrekkelijk gewaardeerd. De posities noteren tegen flinke kortingen op de boekwaarde, de huurinkomsten vertonen groei

en de aantrekkelijke dividenden worden ruimschoots gedekt door de inkomsten. Voor een duurzaam koersherstel is het echter noodzakelijk dat er meer grote vastgoedtransacties plaatsvinden en dat centrale banken hun rentebeleid verder versoepelen.

Het Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 25 posities, verspreid over verschillende segmenten, met een focus op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt 5,0%.



Conclusie

De value portefeuilles hebben over de gehele lijn een positief resultaat behaald. Toch blijven de resultaten achter bij die van de grote internationale indices, vooral vanwege het sterke koersverloop van Amerikaanse technologieaandelen, die de Amerikaanse indices domineerden.

Het verschil in performance kan grotendeels worden toegeschreven aan diverse factoren. Zo presteerde de Amerikaanse economie sterker dan die van Europa, terwijl Europa werd geconfronteerd met hoge energielasten en de impact van de oorlog in Oekraïne, die de regio zwaarder raakt dan de VS. Daarnaast heeft de sterke uitstroom van kapitaal van actieve naar passieve mandaten bijgedragen aan een historisch groot waarderingsverschil tussen Amerikaanse en Europese aandelen.

Ondanks de achterblijvende rendementen blijft de markt voor value-aandelen bijzonder kansrijk. De huidige waarderingen zijn aantrekkelijk en de vooruitzichten worden verder ondersteund door solide aandeelhoudersrendementen in de vorm van dividend en inkoopprogramma's van eigen aandelen. Dit biedt aanzienlijke opwaartse potentie voor beleggers met een focus op waarde.

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 2025

**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

