Ophorst
Van Marwijk Kooy
| OVMK | VERMOGENSBEHEER

Kwartaalverslag Q2 2025

Ontwikkeling van de portefeuille

De vorige kwartaalbrief sloten wij af met de constatering dat de Amerikaanse president Trump de 'tarievenoorlog' startte. Inmiddels kunnen we zeggen dat de grootste onrust op de beurzen is weggeëbd, maar de markten zijn allerminst nog zeker van een uitkomst, welke dat dan ook mag zijn.

De portefeuille die wij voor onze cliënten aanhouden heeft gelukkig weinig last gehad van de tarievenoorlog dusver. Dat heeft zeker te maken met het feit dat wij met name beleggen in bedrijven die lokaal opereren, aangezien zij niet afhankelijk zijn van export.

Daarnaast beleggen wij relatief veel in sectoren die dit jaar erg goed presteren zoals financiële waarden, bouw, energie en commerciële dienstverlening.

Met onze cliënten mogen wij dan ook terugkijken op een goed resultaat in het 1e halfjaar van 2025. Ook qua risico menen wij dat de portefeuille goed is ingericht.

Graag vertellen wij u wat wij momenteel zien aan ontwikkelingen op het wereldtoneel, en vervolgens lichten wij graag enige posities in de portefeuille toe. Eerst posities in wat wij de 'kernportefeuille' noemen, dat is het deel van de portefeuille dat belegd is in individuele aandelen en obligaties. Vervolgens lichten wij enige posities toe die in het OVMK Hong Kong Value Fund en het OVMK Special Bond Fund zijn opgenomen.

Het wereldtoneel

Een neveneffect van de genoemde tarievenoorlog en de Amerikaanse houding is dat beleggers hun grote posities belegd in de Verenigde Staten zijn gaan heroverwegen. Beleggers zien in dat er een toegenomen politiek risico is bij Amerikaanse investeringen. Zorgen over de steeds groeiende Amerikaanse begrotingstekorten, eigendomsrechten, aanvallen op universiteiten/ bevolkingsgroepen en zorgen over de rechtsstaat dragen bij aan dit sceptische sentiment.

Het laatste kwartaal zien we dat er duidelijk sprake is van een kapitaalinstroom op de Europese beurzen. Beleggers hebben de voorkeur om gelden op de (relatief) goedkope Europese en betrouwbare beurzen te investeren.

Een kleine verplaatsing in het wereldwijde kapitaal biedt al genoeg rugwind om beurzen in Europa en de Euro te laten floreren. Dit effect is goed te zien in bepaalde sectoren als we kijken naar de rendementen op bijvoorbeeld banken en verzekeraars in Europa. Jaarrendementen van 30-40% zijn niet zeldzaam, en dan zijn de aandelen nog steeds relatief gunstig gewaardeerd.

Door de rugwind voor de Europese beurzen kan het nog steeds grote verschil in de waarderingen van bedrijven in Europa en de VS verder verkleind worden. Hier is nog maar net een begin mee gemaakt.

Ontwikkelingen kernportefeuille

Afgelopen kwartaal hebben we diverse aandelenposities verder uitgebreid. Dit gaat om de aandelen Aker ASA, McBride, Bekaert, Fugro, Phoenix Group, OSB Group en Grand City Properties. Nieuw in portefeuille zijn Costain, HICL Infrastructure en Aroundtown Sa.

Gemfields Group haalde nieuw kapitaal op door uitgifte van nieuwe aandelen. We hebben deels geparticipeerd in deze plaatsing om verwatering tegen te gaan. Recente veilingen van Rubies and Emeralds (robijnen en smaragden) lieten wel een positief signaal zien, maar het herstel is nog steeds fragiel. De koers van de aandelen loopt inmiddels wel weer op vanaf de plaatsingsprijs van de nieuwe aandelen.

Afgebouwd hebben we, met name in verband met winstneming, deels in de aandelen ABN AMRO, BAM Groep, NN Group, Jensen, Mitie Group, Cab Payments, Aris Mining en hiernaast hebben we de aandelen Optima Health helemaal verkocht.

Als we kijken naar de aandelen met de beste koersperformance in het eerste half jaar dan kunnen we niet om **Koninklijke Bam Groep** heen. Met het verbeteren van de financiële prestaties is er een goed momentum in de aandelen gekomen waarbij er niet meer op kwartaalbasis aandacht hoeft te zijn voor tegenvallers uit het verleden. Zeker met de aanstaande investeringsgolf in de defensiesector zijn de vooruitzichten voor Bam positief. Van de flinke stijging van de aandelen is gebruik gemaakt om deels winst te nemen en de opbrengst te herinvesteren in de Britse sectorgenoot **Costain Group**. Deze Britse bouwonderneming weet de laatste jaren evenals Koninklijke Bam zijn marges te verbeteren. Daarbij ontwikkelt het orderboek zich zeer goed en heeft het orderboek inmiddels een omvang van meer dan vier keer de jaaromzet. Samen met de verbeterde financiële positie van hun pensioenfonds is het bedrijf in staat een steeds belangrijker deel van de winst aan aandeelhouders uit te keren. Zo is afgelopen jaar het dividend reeds verdubbeld en is er recent een inkoop eigen aandelen programma aangekondigd. Op basis van het gezonde orderboek verwachten wij de komende jaren verdere verbetering op het gebied van winstgevendheid en dividendbetalingen.

Afgelopen kwartaal is eveneens **HICL Infrastructure** aan de beleggingsportefeuille toegevoegd. Dit fonds met investeringen in infrastructuur biedt solide, inflatie-gecorrigeerde inkomstenstromen door investeringen in langlopende, contractueel zekere infrastructuurprojecten in met name het Verenigd Koninkrijk en Europa. Door rentestijgingen is deze sector de laatste jaren uit de gratie geraakt en inmiddels worden de aandelen op een korting van ongeveer 25% ten opzichte van de intrinsieke waarde verhandeld. Deze marktbeweging creëert een aantrekkelijk instapmoment, mede gezien het defensieve karakter en de stabiele kasstromen van het fonds. Met een jaarlijkse uitkering van circa 8,25 pence per aandeel, komt het dividendrendement op de aankoopkoers uit op 7,3%.

De beheerder van HICL Infrastructure heeft daarnaast een actief beleid ten aanzien van de verkoop van individuele investeringen, waarbij vrijgekomen middelen worden aangewend voor de inkoop van eigen aandelen. Deze strategie draagt bij aan het doel om de huidige korting waarop de aandelen worden verhandeld te verkleinen.

International Personal Finance

Niet de eerste keer dat we over het Engelse bedrijf IPF schrijven, maar afgelopen kwartaal hebben we benut om de kleine aandelenpositie die we hadden uit te breiden. Wat kredietverstrekker IPF betreft staan alle seinen voor de komende jaren op groen. IPF is een kredietverstrekker die kleine kredieten verstrekt aan mensen met een slechte- of geen aansluiting op het bancaire systeem. Het gaat hier niet om kopen op afbetaling, maar leningen voor betaling van bijvoorbeeld schoolgeld of andere vitale uitgaven voor een doorsnee huishouden. IPF is actief in (Oost) Europa, Australië en Mexico. Belangrijk voor IPF is altijd het wetgevend kader waarin het bedrijf mag opereren. Op dit moment zijn in bijna alle geografieën waar IPF actief is, de wet- en regelgeving op een volwassen niveau.

In 2024 behaalde IPF een winst voor belastingen van 83 miljoen GBP. Het gaf de onderneming de gelegenheid om 46% van de nettowinst uit te keren in de vorm van dividend (dividendrendement op basis van ’24 was 8,5%) en circa 5% van de aandelen op de markt terug te gaan kopen. Begin mei meldde IPF dat het nieuwe jaar voortvarend was begonnen met 12% groei. IPF verwacht in 2025 met name groeiversnelling in de Poolse en Mexicaanse markt.

Met een koerswinstverhouding van circa 6 zijn de aandelen ronduit goedkoop te noemen, zeker met deze vooruitzichten. Uit historische prestaties blijkt eveneens dat IPF nauwelijks last ondervindt van vertragende economische omstandigheden. Op basis van de aantrekkelijke waardering, het hoge dividendrendement en de gezonde vooruitzichten is besloten de positie op te hogen.

Aroundtown Sa

Aroundtown is een vastgoedbedrijf gespecialiseerd in het verwerven, beheren en verhuren van vastgoed in Europa. Het bedrijf richt zich voornamelijk op hotels, kantoren en appartementen, met een sterke aanwezigheid in Duitsland (88%) en Nederland.

Na enkele lastige jaren met dalende waarderingen van het vastgoed en een drukkende schuldenlast is de situatie aan het verbeteren. Het bedrijf heeft bezittingen verkocht, de schuldenlast omlaag gebracht en is weer winstgevend. De rentelasten dalen en de onderneming kan zich na een moeizame periode weer steeds goedkoper financieren. Dit zien we eveneens terug in het sterke koersverloop van de perpetuele leningen van Aroundtown die we in het Special Bond Fund in bezit hebben.

Deze dalende risico-opslag en een verbeterde financieringsmarkt zien we echter slechts in beperkte mate terug in de waardering van de aandelen.

Die handelen nog steeds op een grote korting van maar liefst 60% ten opzichte van de intrinsieke waarde. Verdere financiële verbeteringen en het op termijn weer hervatten van dividendbetalingen zullen naar onze verwachting de korting verlagen en een positief effect hebben op het koersverloop van de aandelen van Aroundtown.

OVMK Hong Kong Value Fund

De performance van het Hong Kong Value Fund werd afgelopen kwartaal geholpen door een bieding op de grootste positie in het fonds, **Dickson Concepts**. Dickson Poon, oprichter en meerderheidsaandeelhouder (60,5%), heeft een bod uitgebracht van HK$7,20 per aandeel om ook de resterende aandelen te verwerven. Dit bod vertegenwoordigt maar liefst een premie van 51% ten opzichte van de slotkoers voorafgaand aan de bieding, maar is nog steeds een korting ten opzichte van de intrinsieke waarde van het bedrijf. Dit is veelzeggend over de uitermate lage waarderingen van veel bedrijven op de beurs van Hong Kong. Gezien de hoeveelheid andere interessante investeringsmogelijkheden in de markt en de aantrekkelijke premie ten opzichte van de beurskoers voorafgaand aan de bieding zijn wij voornemens de aandelen aan te bieden. De opbrengst zal voor een deel in de Hong Kong markt worden geherinvesteerd.

Nieuw in de portefeuille is een positie in **Xinyi Glass Holdings Limited**. Xinyi Glass is een toonaangevende producent van float-, auto- en constructieglas met fabrieken in China, Indonesië en Maleisië. Ondanks een uitdagende periode door de vastgoedcrisis in China en exportheffingen richting de VS, biedt de huidige waardering en lage koers een aantrekkelijk instapmoment. De Chinese overheid heeft maatregelen genomen om de vastgoedsector te ondersteunen, waaronder het steunen van vastgoedontwikkelaars zodat projecten kunnen worden afgebouwd — wat de vraag naar constructieglas ten goede komt. Hoewel exportbeperkingen naar de VS druk kunnen uitoefenen op de autoglasdivisie, heeft Xinyi Glass proactief fabrieken buiten China opgezet om de Amerikaanse markt vanuit daar te bedienen. Daarnaast profiteert Xinyi Glass van de Chinese supply-side hervormingen, waarbij de meest milieubelastende overtollige productiecapaciteit wordt afgebouwd. De fabrieken van Xinyi Glass behoren hier niet toe en Xinyi Glass kan zodoende optimaal profiteren van een gezondere marktbalans.

OVMK Special Bond Fund

Een gestage oplopende performance van het Special Bond Fund in het laatste kwartaal. Dalende risico-opslagen resulteerden over de brede linie tot hogere koersen. Onderliggend waren er weinig aanpassingen aan de portefeuille.

Aangekocht is wel de Tullow 10,25% 2026 obligatie. Deze olieproducent heeft een hoge schuldenlast en heeft zodoende te lijden onder een dalende olieprijs. Van de daling van de obligatie is gebruik gemaakt om een positie aan te kopen met de verwachting dat een oplossing voor de aflossing van deze obligatie mogelijk is.

Zo heeft het management in de afgelopen periode reeds een aantal onderdelen verkocht en maakt het bedrijf in normale omstandigheden een gezonde winst. Op basis hiervan is het onze verwachting dat het uitgeven van een nieuwe obligatie tot de mogelijkheden behoort.

Noemenswaardig is ook de ontwikkeling van de rentecurve die van invloed is op de rentebetaling op de zogenaamde steepeners, waar circa 15% van het Special Bond Fund in is belegd. Steepeners zijn al enige jaren onderdeel van het Special Bond Fund. Dit zijn financiële instrumenten uitgegeven door bijvoorbeeld Jefferies, BNP Paribas en Morgan Stanley. Deze obligaties betalen couponrente aan de hand het verschil tussen de 30 minus de 2 jaars rente in de Verenigde Staten vermenigvuldigd met een factor. Nu de rentecurve weer positief is keren veel van onze steepeners weer een coupon uit. Dit had een positief effect op de koersen van deze instrumenten.

Dit kwartaalverslag is uitsluitend bedoeld voor cliënten van Ophorst Van Marwijk Kooy Vermogensbeheer N.V. die vermogensbeheerdiensten afnemen. Dit kwartaalverslag geeft een toelichting op het door OVMK gevoerde beheer en strekt ter informatie voor deze cliënten. Het verslag is geen beleggingsaanbeveling en ook geen advies op basis waarvan cliënten dan wel anderen zelf beleggingsbeslissingen dienen te nemen.