Ophorst
Van Marwijk Kooy
| OVMK | VERMOGENSBEHEER

Kwartaalverslag Q3 2025

Het derde kwartaal van dit jaar werd gekenmerkt door gematigd optimisme op de financiële markten. De renteontwikkelingen en de verwachtingen rond toekomstige renteverlagingen van de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank bleven richtinggevend voor zowel aandelen- als obligatiemarkten. Onzekerheden waren er echter rond het monetaire beleid van centrale banken, de inflatiedruk en geopolitieke spanningen.

Tegelijkertijd lieten verschillende sectoren tekenen van stabiliteit en groei zien, waarbij met name technologie en energie positief opvielen. Onze selectie in de energiesector had afgelopen kwartaal dan ook een belangrijke bijdrage aan het resultaat.

Graag lichten wij de ontwikkelingen binnen de portefeuille toe. Eerst de wijzigingen in wat wij de 'kernportefeuille' noemen, dat is het deel van de portefeuille dat belegd is in individuele aandelen en obligaties. Vervolgens lichten wij de ontwikkelingen toe in het OVMK Hong Kong Value Fund en het OVMK Special Bond Fund.

Ontwikkelingen kernportefeuille

Afgelopen kwartaal zijn diverse aandelenposities verder uitgebreid. Zo is er bijgekocht in Mitie, Aroundtown, Tomtom, Fugro, Mcbride en Costain. Nieuw in de portefeuille is Aker BP.

Chesnara kwam met het positieve nieuws een onderdeel van het Britse HSBC over te nemen voor een bedrag van 260 miljoen GBP. Voor Chesnara een grote overname waarvoor ter financiering nieuwe aandelen moesten worden uitgegeven. Wij hebben geparticipeerd in deze aandelenplaatsing en onze positie in de portefeuille vergroot. Positief is dat met deze overname Chesnara wederom in staat is het dividend te verhogen en het kasstroomprofiel te verbeteren. Hierdoor is het dividend ook voor een langere periode in de toekomst veilig gesteld en de aandelenkoers reageerde na de aandelenplaatsing dan ook zeer positief. Op basis van uitlatingen van het management verwachten wij komende periode meer overnames en zodoende verdere toename van het reeds aantrekkelijke dividendrendement.

Door winstnemingen als gevolg van sterk opgelopen koersen is er deels verkocht in onder andere BAM Groep, Jensen, Aris Mining, NN en Aker ASA. In zijn geheel is er afscheid genomen van CAB Payments. Deze onderneming maakt het betalingsverkeer richting opkomende landen, en dan met name Afrika, efficiënter en goedkoper. Sinds de positie is opgenomen in de portefeuille zijn de ontwikkelingen echter niet makkelijk geweest. Een overnamepoging door de grotere sectorgenoot StoneX ketste af en operationeel daalde de winstgevendheid door afnemende marges en geldstromen richting Afrika. Besloten is de opbrengst te herinvesteren in andere ondernemingen met een duidelijker toekomstperspectief en betere operationele prestaties.

Voorbeelden hiervan zijn Mitie, IPF, Mcbride, Aroundtown en Costain. Met name de aankoop van IPF bleek achteraf gunstig getimed. Later in het kwartaal werd namelijk bekend dat het Amerikaanse Basepoint Capital een overname van de onderneming overweegt. In een latere fase werd de initieel genoemde overnameprijs van 220p opgehoogd naar 235p per aandeel. De koers handelde voor deze berichten rond 180p.

McBride en Costain lieten in het derde kwartaal een teleurstellende koersontwikkeling zien en daalden beide fors na het publiceren van hun resultaten. Dit terwijl de ontwikkelingen bij beide ondernemingen zeker niet slecht te noemen zijn. Mcbride weet als producent van wasmiddelen voor Europese retailers te profiteren van de toenemende vraag naar goedkopere huismerken. Dit heeft de laatste jaren voor een verbetering van de winst gezorgd en afgelopen jaar wist het bedrijf wederom goede resultaten te overleggen. Hierbij kon na jaren ook weer het dividend worden hervat. Het management sprak zich bij de presentatie van de resultaten met vertrouwen uit over de ontwikkelingen voor het komende jaar. De koersdaling zien wij dan ook als een aantrekkelijk moment onze positie te vergroten.

De Britse bouwer Costain publiceerde over de eerste zes maanden van het jaar een omzetdaling van maar liefst 18% terwijl de winst per aandeel ongeveer gelijk bleef. Dit viel beleggers tegen en de koers gaf een belangrijk deel van de stijging van eerder dit jaar weer prijs. Onderliggend zijn de ontwikkelingen echter hoopgevend. Het bedrijf heeft de laatste periode veel opdrachten gewonnen en heeft een orderboek dat groter is dan vier keer de jaaromzet van 2024. Daarbij wist het de brutomarge reeds te verbeteren. Zodra de omzet weer toeneemt door het gezonde orderboek zal de verbeterde brutomarge zich naar verwachting eveneens vertalen in een betere nettowinst. Gezien de reeds zeer solide balans zal dit in sterke mate uitkeringen aan aandeelhouders, in de vorm van dividend en/of terugkoop van eigen aandelen, ten goede komen.

Ook de positie in Tomtom is uitgebreid. Zoals bekend is de onderneming al jaren in transitie waarbij deze niet in staat is een aantrekkelijke winstgevendheid te realiseren. Dit heeft alles te maken met hoge kosten die gepaard gaan met het maken en onderhouden van kaarten en de tot op heden steeds dalende omzet. Naar onze verwachting zijn we echter bij het keerpunt aanbeland. De samenwerking met een aantal grote technologie bedrijven heeft de kwaliteit van de kaarten van Tomtom verbeterd. Hiermee is een grotere afzetmarkt ontstaan en het management is dan ook vol vertrouwen dat dit tot omzetgroei zal leiden. Door de kostenstructuur van Tomtom zal omzetstijging in zeer sterke mate voor een verbeterde winstgevendheid zorgen. In combinatie met de reeds sterke balans ontstaat er op dat moment een situatie waarbij aandeelhoudersvriendelijke opties tot de mogelijkheden behoren.

Energie-sector

Een belangrijk deel van het portefeuille-rendement kwam het derde kwartaal vanuit de energiesector. Na jaren wachten is afgelopen maand eindelijk de Irak-Turkije pijpleiding heropend en vindt de olie vanuit Kurdistan weer zijn weg richting de internationale oliemarkt. Dit gaat tegen aantrekkelijkere voorwaarden dan de lokale afzetmarkt waar de Kurdistaanse producenten de afgelopen periode toe veroordeeld waren. De aandelenkoersen reageerden dan ook zeer positief.

Een andere belegging in de oliesector, Aker ASA, wist de markt positief te stemmen met aantrekkelijke investeringen buiten de olieindustrie en wel in de AI infrastructuur. Samen met OpenAI en Nscale zet het in op significante investeringen in datacenters in Noorwegen. Richting het einde van het kwartaal is de koersstijging aangegrepen om een deel van AKER ASA te verruilen voor de dochtermaatschappij AkerBP. Olieproducent AkerBP heeft een lage kostprijs van zijn olie, keert een aantrekkelijk dividend uit en heeft voor de komende jaren een aantrekkelijk groeiende productie. Daarbij is de koers van AKER BP duidelijk achtergebleven bij de koersontwikkeling van de moedermaatschappij, AKER ASA.

Teleurstellend waren de prestaties van Fugro. Wederom moest het bedrijf een winstwaarschuwing afgeven door het wegvallen of verlagen van opdrachten. De recent afgegeven margedoelstelling moest dan ook worden losgelaten wat de reden was voor een flink lagere aandelenkoers. Op basis van de aangekondigde kostenbesparingen en de gereduceerde investeringsplannen zien wij dit als een tijdelijke dip in de winstgevendheid van Fugro.

Duits Vastgoed

Door oplopende rentes hebben de vastgoedondernemingen de laatste jaren een moeizame periode doorgemaakt. De stijgende rente zorgde voor een lagere waardering van het vastgoed en uiteindelijk ook tot oplopende rentekosten. Met het houden van obligaties (via het Special Bond Fund) in deze sector hebben we reeds geprofiteerd van het verbeteren van de financieringspositie van deze ondernemingen. Nu financieringskosten volledig zijn genormaliseerd is het tijd ook de aandelen in portefeuille op te nemen.

Zowel Aroundtown als Grand City Properties (onderdeel van Aroundtown) verwachten over het boekjaar 2025 weer een dividend te kunnen gaan uitkeren. Na meerdere jaren zonder dividendbetalingen zou dit, in combinatie met de forse kortingen ten opzichte van de taxatiewaarden waarop de aandelen momenteel worden verhandeld, moeten bijdragen aan hogere aandelenkoersen. Bovendien kunnen eventuele verdere dalingen van de kapitaalmarktrentes dit deel van de portefeuille extra ondersteunen.

OVMK Hong Kong Value Fund

De aandelenmarkt in Hongkong heeft het afgelopen kwartaal goed gepresteerd. Dit ondanks de aanhoudende economische uitdagingen, een zwakke vastgoedmarkt en geopolitieke spanningen zoals de handelsoorlog met de Verenigde Staten. De belangrijkste reden hiervoor ligt in de aantrekkelijke waarderingen waartegen veel ondernemingen momenteel worden verhandeld. Dit biedt beleggers kansen, juist in een omgeving waar het sentiment negatief wordt beïnvloed door macro-economisch nieuws.

In het afgelopen kwartaal zijn een aantal ondernemingen verkocht en is de opbrengst herbelegd in bedrijven met een sterke marktpositie. Zo is er winst genomen op de aandelen Brilliance, na opnieuw een uitermate hoge dividenduitkering van deze partner van BMW en een daaropvolgende positieve koersreactie. Ook is Chaowei in zijn geheel verkocht. Deze fabrikant van batterijen voor electrische scooters is door de sterke concurrentie niet in staat gezonde resultaten te behalen.

Nieuw in portefeuille is onder andere Shui On Land. Deze vastgoedinvesteerder en ontwikkelaar in met name Shanghai is als één van de grote uitzonderingen de crisis in de vastgoedsector goed doorgekomen. Het bedrijf heeft aan al zijn financiële verplichtingen kunnen voldoen en is zelfs in staat gebleken een dividend aan aandeelhouders te blijven betalen. Hierbij wordt het geholpen door de gezonde ontwikkelingen in de vastgoedmarkt in Shanghai. In tegenstelling tot het algemene sentiment ontwikkelen transacties en prijzen zich in die markt inmiddels positief. Wij verwachten dan ook dat Shui On Land in de komende jaren verder kan profiteren van zijn gezonde financiële positie en de goede ontwikkelingen in de Shanghai vastgoedmarkt. Een hogere waardering dan de huidige korting ten opzichte van de intrinsieke waarde van meer dan 80% zou daarbij passend zijn.

OVMK Special Bond Fund

In het afgelopen kwartaal liet het Special Bond Fund een gestaag oplopend rendement zien. De afname van de risico-opslagen vertaalde zich breed naar hogere obligatiekoersen. Gezien de huidige lage risico-opslagen hanteren we een behoudend beleggingsbeleid en zijn slechts kleine wijzigingen doorgevoerd.

Een opvallende ontwikkeling was de invloed van de rentecurve op de zogenoemde *steepeners*, die ongeveer 15% van de portefeuille uitmaken. Deze producten – uitgegeven door partijen als Jefferies, BNP Paribas en Morgan Stanley – keren rente uit op basis van het verschil tussen de Amerikaanse 30-jaars- en 2-jaarsrente, vermenigvuldigd met een factor. Nu de rentecurve weer positief is, leveren veel steepeners opnieuw coupons op, wat hun waardering in de markt ten goede kwam.

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.