

Kwartaalbrief Q2 2022

Het tweede kwartaal bracht waardevolle lessen aan eenieder die was gaan geloven in de beloftes die verschillende investeringsproposities lang met zich meebrachten. Of het nu bitcoins, groei-aandelen of langlopende obligaties waren, iedereen die in de houdbaarheid van het “gratis geld voor iedereen” mantra was gaan geloven, kwam stevig aan de beurt. De oplopende rentes, veroorzaakt door de plotseling als een geest uit de fles gekomen inflatie, zijn hier uiteraard debet aan. Wij komen voorlopig ongeschonden uit de strijd, met een portefeuille die dit jaar nauwelijks schade heeft ondervonden. De obligatieportefeuille had wel last van tegenwind, maar de verliezen hier werden elders, bijvoorbeeld in Hong Kong en door onze exposure naar de energiesector, tenietgedaan. Ook het gebrek aan verliezen uit de technologie-hoek verklaart de outperformance in de eerste jaarhelft, die voor de meeste beleggers op een ramp is uitgelopen. De Amerikaanse beurzen kregen de hardste klappen en boekten het slechtste eerste halfjaar sinds 1970. Ook de AEX kreeg er flink van langs en moet het tot dusverre doen met een verlies van een procent of 20.

Voor Value-beleggers zijn dit heerlijke tijden. Aan alle kanten vallen voormalige beurslievelingen van hun voetstuk, en dat levert prachtige nieuwe kansen op. Hoewel wij niet overdreven positief gestemd zijn over de economische gevolgen van een verkrappend monetair beleid en de daaropvolgende recessie, zegt dat heel erg weinig over de aantrekkelijkheid van de individuele kansen die de aandelenmarkt ons biedt. Zoals altijd loopt de beurs mijlenver voor op wat er in de economie gebeurt en wordt een recessie inmiddels, geheel terecht, ingeprijsd. Het is dus een vergissing om een pessimistisch beeld over de economie te vertalen in een pessimistisch beeld van de beurs. Wij denken dat er momenteel veel lucht aan het ontsnappen is uit de waarderingen van bedrijven die een koersdaling al lange tijd verdienen. Beleggers met flinke minnen hebben zeer waarschijnlijk simpelweg teveel betaald voor hun aandelen en we zien dit jaar een aardige correlatie tussen de omvang van het verlies op dit soort beleggingen, en de waardering waarop ze handelen. Bedrijven met een torenhoge waardering krijgen de correctie die ze verdienen, terwijl bedrijven die te goedkoop zijn nauwelijks last hebben van enige tegenwind. Het dwingt beleggers weer eens goed na te denken waarom ze nu eigenlijk aan het beleggen zijn. Het is verleidelijk om beleggingen in bedrijven te gaan zien als weinig meer dan knipperende koersen die je moet hebben als ze omhoog gaan en zo snel mogelijk moet zien kwijt te raken als ze in prijs dalen. Dat staat haaks op wat wij proberen te doen. Wij beleggen toch voornamelijk met de ambitie om eigenaar te zijn van een selectie van bedrijven die zoveel mogelijk cashflow opleveren. Deze cashflow kan namelijk op haar beurt weer gebruikt worden om nog meer van dit soort beleggingen aan te schaffen en als je dat maar lang genoeg doet dan ontstaat er een kracht die uiteindelijk veel sterker is dan de hoop om op korte termijn middels in- en uitstappen de rest van de wereld te slim af te zijn. Deze laatste strategie wordt door het overgrote deel van de rest van de beleggers gehanteerd, maar werkt per saldo vrijwel nooit, omdat de winst van de een nu eenmaal het verlies van de ander is.

Munt vijlen

Voor iedereen die verbaasd is dat al de jaren aan monetaire verruiming, QE's, steunpakketten en opkoopprogramma's uiteindelijk tot inflatie hebben geleid, raden we aan een munt uit de broekzak te pakken. De rand van een munt is geribbeld. Niet omdat dat zo leuk staat of fijn in de hand ligt, maar omdat het een garantie is. De garantie, die dateert uit de tijd dat munten nog gemaakt werden van edelmetalen, dat er niet stiekem gaandeweg een beetje van het metaal werd afgevijld.

De moderne equivalent van het afvijlen van munten, het simpelweg bijdrukken van geld, leidt uiteindelijk natuurlijk tot een verwatering van de koopkracht van dit zelfde betaalmiddel. En dat is precies de reden waarom prijzen uiteindelijk maar een kant opgaan: omhoog. Onze maatschappij, met leiders die om de zoveel jaar dienen te worden herkozen, is zodanig ingericht dat het verleidelijk is voor deze zelfde leiders om economische pijn niet direct te nemen maar bij voorkeur voor zich uit te schuiven. Door het betalen van de rekening uit te stellen of deze zelfs door te schuiven naar een toekomstige opvolger wordt er op korte termijn immers sympathie gekweekt bij het electoraat, waardoor de verleiding groot is om acties te ondernemen die vooral op korte termijn een prettig effect hebben. Het afvijlen van een munt, of het moderne equivalent, het bijdrukken van geld, wordt immers in eerste instantie niet of nauwelijks opgemerkt. Op de zeer korte termijn voelt iedereen zich even een beetje rijker, terwijl uiteraard op de lange termijn, wanneer het publiek doorheeft wat er feitelijk gebeurt, deze illusie even hard weer verdwijnt.

De financiële markten, vermogensbeheerders en beleggers waren dat de laatste jaren even uit het oog verloren, toen er vele jaren niet of nauwelijks sprake was van inflatie, waardoor de verleiding groot werd om te denken dat dit een wetmatigheid uit een ver verleden was. Op die basis werden groeiaandelen peperduur en vonden beleggers het zelfs een goed idee om obligaties aan te schaffen die niet alleen inprijsden dat er nu geen inflatie bestond, maar men nam zelfs impliciet aan dat we nooit meer inflatie zouden krijgen. Het fraaiste voorbeeld van dit gebrek aan historisch besef blijkt uit de koersvorming van de 0% Nederlandse Staat 2052. We bespraken deze lening in de vorige kwartaalbrief al uitvoerig. Deze lening werd in 2020 in de markt gezet met een uitgifteprijs van 100%. Koers nu? 56%... Nu is het helemaal niet erg om geld te verliezen aan een belegging die mogelijk een riant winst kan brengen, maar wel als het een belegging betreft die als maximale uitkomst letterlijk 0,0 oplevert...

In de tweede jaarhelft zijn wij vooral benieuwd naar de verdere ontwikkelingen op de energiemarkten. Het is inmiddels een belangrijke bouwsteen in de portefeuille geworden en een uiterst interessant gespreksonderwerp. We schreven al in eerdere edities dat er een perfecte storm gaande is. Als gevolg van het feit dat de grote oliemaatschappijen al ruim 10 jaar onder druk staan om te stoppen met het zoeken naar nieuwe olievelden, is er simpelweg een aanbodtekort aan het ontstaan. Hoe graag we ook het verbruik van olie willen verminderen, op wereldschaal is de vraag voorlopig nog steeds groeiende. En iemand moet die olie produceren. Nu de schrijvende situatie in de Oekraïne ook nog eens een externe vonk heeft opgeleverd, is het de vraag of we al deze olie nog wel kunnen leveren. De boycot van Russische olie heeft tot op heden reeds geleid tot een Russische productieverlaging van ruim een miljoen vaten per dag. JP Morgan kwam recent met een analyse met apocalyptische waarschuwingen. Als de Westerse boycotts nog verder worden uitgebreid dan zou Rusland wel eens kunnen reageren door een vrijwillige productieverlaging. Wanneer Rusland haar huidige productie van ongeveer 9 miljoen vaten per dag zou terugschroeven naar 4 of 5 miljoen vaten per dag, dan levert dat een dusdanig tekort aan de aanbodzijde op, dat olieprijsen nog eens kunnen verdubbelen of verdrievoudigen. Het is een scenario dat slechts een van de mogelijkheden is en helemaal niet specifiek onze verwachting betreft, maar wel aangeeft hoe kleine verstoringen tot grote gevolgen kunnen leiden. Wij denken daarom dat olie voorlopig duur zal blijven en vinden dat de ondernemingen die wij in deze sector bezitten nog steeds worden geprijsd alsof dit alles slechts tijdelijk zal zijn. Wij geloven en hopen van ganser harte dat de wereldvraag uiteindelijk zal afnemen, maar zijn realistisch genoeg om te beseffen dat we dit punt nog niet hebben bereikt.

De komende decennia zullen we daarom zorg moeten dragen voor voldoende aanbod en is een veilige en relatief efficiënte wijze van productie zowel gewenst als noodzakelijk. Onze Kurdistaanse olienamen voldoen in dit opzicht en zullen wat ons betreft uiteindelijk de waardering gaan krijgen die ze verdienen. In de tussentijd worden we uitstekend beloond in de vorm van dividenden.

Caretech

Wederom ‘verliezen’ we dit jaar een modelnaam door een overname bod. Na eerder al Hunter Douglas, Hibernia REIT, YEW Grove en John Menzies te zijn kwijtgeraakt, en mogelijk ook een bieding op Impellam tegemoet mogen gaan zien, gaat nu ook Caretech definitief van de beurs af. En dat doet een beetje pijn. Het bedrijf is al jarenlang een vaste waarde in de portefeuille en belichaamt precies wat wij in een belegging zoeken. Caretech is het bedrijf dat Farouk Sheikh en zijn broer Haroon in de jaren '90 oprichtten. Het bedrijf biedt onderdak aan zowel kinderen als volwassenen met gedragsproblemen, een problematische jeugd of ontwikkelingsachterstanden. In deze sterk gereguleerde sector heeft Caretech gedurende vele jaren een overnamestrategie gehanteerd, waarbij het bedrijf kleine lokale spelers overnam en toevoegde aan de Caretech-groep. Hierdoor wist de onderneming ieder jaar groter en winstgevender te worden. Enkele jaren geleden deed Caretech een grote overname, Cambian, een eveneens beursgenoteerde Britse onderneming die in deze sector actief is. Wij waren ook aandeelhouder van deze onderneming en verkochten onze aandelen aan Caretech. Nu is Caretech dus zelf aan de beurt. Faroukh, zijn broer en een aantal externe financiers waaronder Tree Hill halen het bedrijf nu van de beurs tegen een prijs van GBP 7.50. Gegeven de marktomstandigheden en de kansen die we elders kunnen vinden, zijn wij niet ontevreden over zowel de voorwaarden als de timing van de deal. Caretech was jarenlang te koop op een prijs die niet veel hoger was dan de waarde van het vastgoed, waardoor aan de operationele activiteiten eigenlijk niet of nauwelijks waarde werd toegekend. Sheikh maakt hier nu gretig gebruik van door het bedrijf van de beurs te halen en vermoedelijk een deel van het vastgoed af te stoten. Wij onderhouden al vele jaren goede contacten met Sheikh en zijn intensief betrokken geweest bij de totstandkoming van deze deal. De markt was de laatste weken erg onzeker over de doorgang van dit bod, daar de beurzen sinds de aankondiging van het bod, in april, stevig onder druk waren gekomen. De angst was daarom dat Faroukh zijn bod zou intrekken of zou verlagen. De koers was daardoor halverwege juni weggezakt tot GBP 6.20, ruim onder het bod van GBP 7.50. Nu de deal echter definitief doorgang zal vinden is de koers opgelopen tot dichtbij het bod en verkopen wij onze aandelen, daar er momenteel zoveel kansen voor het grijpen liggen dat wij de laatste paar cent graag aan iemand anders laten. We nemen afscheid van een prachtige onderneming die ook zonder beursnotering een fraaie toekomst tegemoet gaat. Wij verwachten dat Sheikh door zal bouwen aan zijn imperium en wellicht verder zal expanderen in het Midden-Oosten. Het niveau van zorgverlening in dit deel van de wereld ligt op een laag niveau en daarom zouden wij het een heel prettig idee vinden als de expertise van Caretech kan worden ingezet om de leefomstandigheden ook hier te verbeteren. Wij wensen Caretech hiermee alle succes en kijken terug op een succesvolle belegging.

Begbies Traynor / FRP

We zagen in juni een nieuwe recordkoers voor ons favoriete aandeel in barre tijden: Begbies Traynor. Beleggers hebben slechts weinig keus wanneer ze beleggingen zoeken die juist profiteren van economische tegenwind. Wij hebben twee van deze namen in portefeuille, Begbies Traynor en FRP.

Het Britse Begbies Traynor is een naam die u al ruim 10 jaar in de portefeuille terugvindt. Het bedrijf dat werd opgericht door de CEO, Ric Traynor, wordt ingehuurd bij de afhandeling van faillissementen, geeft advies bij herstructureringen en houdt veilingen om vastgoedprojecten te verkopen. Allemaal activiteiten die gedijen bij stevige economische tegenwind. Het is daarmee een zeldzaam tegenwicht dat koersdruk in andere delen van de portefeuille kan opvangen. We zien dat dit jaar ook gebeuren. Begbies noteert inmiddels op de hoogste koersen die we sinds onze aankoop, tien jaar geleden, hebben gezien. Gedurende deze periode is het aandeel van ongeveer 25p naar 150p gestegen en dat mag opvallend worden genoemd. We kochten de aandelen toentertijd in de veronderstelling dat het lage aantal faillissementen, als gevolg van de grote kwantitatieve verruimingsprogramma's die centrale banken na de kredietcrisis hadden uitgerold, uiteindelijk zou gaan oplopen wanneer al deze steunmaatregelen zouden worden teruggeschroefd. Wat bleek echter: de centrale banken wisten ieder jaar weer nieuwe redenen te verzinnen waarom het toch nog echt niet mogelijk was dit monetaire Disneyland-beleid weer enigszins te normaliseren. Of het nu de euro-crisis, een dreigende nieuwe recessie of het corona-virus was, iedere keer bleven overheden en centrale banken een beleid voeren dat eigenlijk slechts gepast is in extreme tijden. Het incasservermogen van het publiek is echter zo beperkt geworden dat zo'n beetje ieder zuchtje tegenwind het predicaat "extreem" verdiende, waardoor bedrijven die eigenlijk failliet zouden moeten gaan, in leven bleven. De golf aan faillissementen die wij aanvankelijk dus verwachtten na de kredietcrisis, kwam er helemaal niet. Kijken we echter naar de koersontwikkeling van het aandeel Begbies Traynor vanaf onze eerste aankoop, dan mogen we echter alsnog niet bepaald mopperen. Het aandeel is 6 maal zo duur geworden en heeft inmiddels het overgrote deel van onze aankoopkoers aan dividenden uitbetaald. De reden hiervoor is dat Begbies Traynor opereert in een zeer profijtelijk niche. Een belangrijke truc bij het selecteren van beleggingen is om een goede inschatting te maken van de specifieke kenmerken van de markt waarin het bedrijf actief is. In dit geval hebben we het dan over de markt voor de afwikkeling van faillissementen. Eenieder begrijpt dat wanneer er plotseling een bedrijf in de problemen is gekomen en er snel een reddingsplan of afwikkeling dient plaats te vinden (idealiter met een doorstart, overname of herstructurering waarbij zoveel mogelijk waarde en banen behouden blijven) de hoogte van de tarieven van Begbies Traynor meer een gegeven dan een onderhandelingspunt zijn. Een ideale uitgangspositie om marges te maken die bovengemiddeld hoog zijn. Voorts is er in deze markt sprake van een grote loyaliteit van de opdrachtgever. Een bank, overheid of accountantsfirma werkt in dit soort processen graag met vaste partners, waardoor het klantverloop relatief laag is. Een verdere aanjager van de groei van omzet en winstgevendheid in de afgelopen 10 jaar is het succesvolle acquisitiebeleid geweest. Begbies neemt ieder jaar meerdere kleine ondernemingen over, waarbij Begbies gebruik maakt van het feit dat deze kleine ondernemingen kunnen worden ingelijfd tegen een waardering die lager is dan haar eigen waardering. Door een deel met cash en een deel met eigen aandelen te betalen kan zodoende structureel waarde worden gecreëerd.

We staan momenteel weer op een belangrijk kruispunt. Wederom lijkt het erop dat we een flinke toename van het aantal faillissementen mogen verwachten. Hoewel dat iedere keer dus in de kiem gesmoord bleek te worden door steunmaatregelen, zijn het nu juist de steunpakketten die worden afgebouwd. Met een snel stijgende rente, teruglopende consumentenbestedingen en een mogelijke recessie in aantocht zijn er redenen om aan te nemen dat er nu toch echt drukkere tijden voor de sector in aantocht zijn.

Mocht dat inderdaad zo zijn, dan krijgt Begbies voor het eerst sinds onze aankoop echte rugwind en zullen beleggers het aandeel mogelijk ontdekken als ultieme belegging in mindere economische tijden. Voor onze nieuwere naam in deze sector, FRP, geldt exact hetzelfde. Het bedrijf is een concurrent van Begbies maar is iets meer gericht op de afhandeling van grotere en complexere zaken. Ook FRP begeeft zich regelmatig op overnamepad en de vooruitzichten voor verdere groei zijn erg goed. We kochten deze aandelen in 2020, toen het bedrijf naar de beurs ging. De huidige koers van 154p is bijna het dubbele van de plaatsingsprijs van 80p. Met waarderingen die nog steeds niet erg hoog zijn, blijven wij enthousiast over beide namen. Het zijn beleggingen die prachtig passen in een breed gespreide portefeuille en hun werk doen wanneer de wereld tegenwind kent. En daar zijn er zoals gezegd niet erg veel van..

Wentworth Resources PLC

Nog een naam met een lage waardering is Wentworth Resources uit Engeland. Wentworth is de hoofdleverancier van gas in het Afrikaanse land Tanzania. Vorig jaar maakten wij kennis met dit mooie bedrijf geleid door de in 2019 aangetreden CEO Katherine Roe.

De businesscase van dit bedrijf is vrij simpel. Gas produceren, daarmee kasstromen genereren, dividend betalen en dat weer herhalen. Een zeer voorspelbare, op lage kosten gebaseerde strategie met oog voor de economische samenwerking en lokale bevolking. De contracten voor gasleveranties bestaan uit een jaarlijkse prijscorrectie gebaseerd op de V.S.-consumentenprijsindex. De gasleveringen zijn dus inflatie gelinkt en dat is een uitermate positief punt. Dit resulteert in een betaalbare prijs per kuub gas voor de afnemers maar ook een prijs waarop Wentworth haar strategie kan uitvoeren. Een win-win situatie voor overheid, consument en aandeelhouder.

In Tanzania wonen ongeveer 64 miljoen mensen (bijna net zoveel als in het Verenigd Koninkrijk) en dit aantal gaat explosief groeien tot ruim 120 miljoen in de komende twee decennia. De gemiddelde economische groei is 6% en de vraag naar gas stijgt nog jaarlijks met dubbele cijfers (bron: Wereldbank en Wentworth Resources). De Engelse banden met Tanzania gaan terug tot in begin 20^e eeuw toen Tanzania een kolonie van het Verenigd Koninkrijk was geworden nadat Duitsland WO I verloor. In 1961 werd Tanzania een democratische Republiek met tegenwoordig een vrouwelijke president. Dat eerst Duitsland en later Engeland het land deels kolonialiseerde was niet zonder reden. Het land heeft grote voorraden aan goud, diamant, steenkool, ijzer, nikkel en dus ook gas.

De overheid in Tanzania heeft zich gecommitteerd aan het doel om in 2030 iedere inwoner toegang te geven tot het energienet. Vaak draaien energiecentrales in landen zoals Tanzania nog op diesel en dat is nu niet bepaald duurzaam en efficiënt te noemen. Gas levert de overheid een forse besparing op van miljarden dollars en gas helpt ook de uitstoot van Co2 flink te beperken. De gasleveranciers voor Tanzania zijn de belangrijkste energieoplossing samen met waterkrachtcentrales.

Na een lange aanloop begin deze eeuw van concessies, investeringen, onderzoek en ontwikkeling kon Wentworth in 2015 het eerste gas leveren. Dergelijk specifieke en technische kennis is vaak niet direct voor handen in dit soort landen maar samen met lokale kennis en kennis van buitenaf is het hoofdproject Mnazi Bay opgezet en al enige jaren volledig operationeel.

Mnazi Bay wordt gerund door een consortium van drie bedrijven om het risico te spreiden zoals dat vaak gebeurt met dit soort velden. Het veld voorziet in 50% van de huidige energievraag van Tanzania. Uiteindelijk is dat echter niet genoeg om aan de groeiende vraag te voldoen.

Kortgeleden werd bekendgemaakt dat Wentworth een 25% belang neemt in een nabijgelegen gasveld in Tanzania genaamd Ruvuma. Het gasveld is ontdekt in 2012 en inmiddels nagenoeg klaar voor productie. Deze transactie heeft de potentie de productie van Wentworth in 2025 te verdubbelen. De recente aankoop kost 3 miljoen USD aan voorfinanciering en kost maximaal 16 miljoen USD aan vervolgbetalingen. Wentworth kan de deal eenvoudig bekostigen uit vrije kasstromen en de riant kaspositie van 26 miljoen dollar op een huidige beurswaarde van 50 miljoen dollar.

Wat ook uit de (lopende) kas(stromen) kan worden bekostigd is het dividend. CEO Roe laat zich altijd voorstaan zeer prudent te zijn met het dividend. Het dividend moet betaalbaar, stabiel en groeiend zijn is haar voorwaarde. Vorig jaar is er 4 miljoen dollar aan dividend uitgekeerd wat neerkomt op een dividendrendement van 8% bij de huidige koers. Hier zat echter een eenmalige meevaller bij. Het reguliere dividendrendement is ongeveer 6-7% op basis van het huidige dividendbeleid. De vrije kasstroom vorig jaar liet ook ruimte voor een aandelen terugkoopprogramma van 5% van de uitstaande aandelen.

Al met al gaven de gesprekken ons een zeer goed gevoel over deze onderneming en sinds het opnemen van Wentworth in de portefeuille ruim een jaar geleden heeft het bedrijf qua prestaties geenszins teleurgesteld. De onderliggende prestaties zijn alleen maar verder verbeterd en de vooruitzichten zijn positief. Wellicht wel 'teleurstellend' is de koers van het aandeel. De koers heeft nagenoeg stilgestaan de afgelopen tijd maar er is wel dividend uit de koers gegaan.

Wellicht maakt de kleine omvang van dit bedrijf dat de prestaties niet tot uitdrukking komen in een hogere beurswaarde. Een 'probleem' wat men vaker ziet met kleine beursgenoteerde ondernemingen met een voor een buitenstaander risicovolle asset. Het heeft ook tot gevolg dat we voor de portefeuilles een relatief kleine weging hebben in Wentworth. Los van deze afweging heeft Wentworth sterke fundamenten en een bewezen gasvoorraad die nog voor 10-15 jaar kan bijdragen aan het grote energievraagstuk dat de economie van Tanzania kent.

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.