

Kwartaalverslag Q2 2023

De portefeuille bleef in het eerste halfjaar van 2023 dicht bij huis maar moest toch lichtjes inleveren. Na eerder in het jaar nog op een all-time high te hebben genoteerd, kregen we in de maanden april en mei koersmatige tegenwind. Het is een direct gevolg van de slechts beperkte correlatie die we hebben met de markt. Vorig jaar was dat enorm prettig: waar de portefeuille in 2022 bijna vlak eindigde, moest de markt een flink verlies incasseren. Sommige indices moesten meerdere tientallen procenten terug, vooral als gevolg van de zware verliezen voor groeibedrijven. Dit jaar zijn het in de eerste maanden precies de sectoren die vorig jaar goed presteerden die nu vooralsnog achter blijven. Energie, en in het bijzonder olie, moet een stapje terug doen na de rally die we vorig jaar zagen. In tegenstelling tot vorig jaar, toen ondernemingen die in de olie- en gasector actief waren volop in de belangstelling stonden, worden energiebedrijven plotseling weer verkocht. Het is vooral de recessieangst die beleggers voorzichtig maakt. Hoewel China na lange tijd weer helemaal open is en daardoor de Chinese vraag naar olie weer terug is op de niveaus van voor de lockdowns, is de markt toch zichtbaar bang dat de vraag in de wereld omlaag zal gaan wanneer de economie in een downturn belandt. We zien in de daling van de olieprijs juist een kans. Ten eerste is de wereldwijde vraag naar olie nog steeds, tegen wellicht ieders onderbuik gevoel in, groeiende. Ook de komende jaren zal dat gewoon het geval blijven en heeft de wereld een recordhoeveelheid nodig. Daarnaast heeft OPEC laten zien niet blij te zijn met te lage olieprijzen door simpelweg haar productie te verlagen wanneer de prijs haar niet zint. Wij denken zodoende dat de olieprijs vanaf hier best weer op kan lopen, en zelfs wanneer dat niet zo is dan zijn oliemaatschappijen zo goedkoop dat er veel upside in de koersen zit.

De tech-sector, die vorig jaar hard werd afgestraft, laat dit jaar een gedeeltelijk herstel zien en helpt daarmee de indices omhoog. Het zijn overigens niet alle tech-bedrijven die meeprofiteren. Beleggers zijn gelukkig reeds tot de conclusie gekomen dat verlieslatende groeiers zoals Takeaway of Fastned simpelweg tegen een fantasie-waardering werden verhandeld en die namen liggen er nog steeds bedrukt bij. Andere, wel winstgevendende tech-namen, die wat ons betreft ook nog steeds veel te duur zijn, herstellen echter wel van de klappen van vorig jaar. De nieuwste reden om weer hoge prijzen te betalen is de hype rondom Artificial Intelligence (AI). Net als bij vorige hypes rondom fintechs, zogenaamde “disruptors”, crypto’s en start-ups is het verstandig om sceptisch te zijn over de gouden bergen die door sommigen worden beloofd. Hoewel wij de ontwikkeling van AI erg interessant vinden is het niet zo dat dit een compleet nieuw fenomeen is. Een automatische piloot in een vliegtuig, auto’s met rijbaan-detectie, spellingscontrole in Word, het zijn allemaal reeds bestaande vormen van AI die we doodnormaal vinden. Het pure feit dat ChatGPT plotseling een vrij goed werkende consumenten-applicatie uitgeeft is weliswaar spectaculair, maar rechtvaardigt niet meteen dat bedrijven als Tesla, Microsoft of Apple tweemaal zoveel waard moeten zijn. De rally van deze mega-caps vertroebelt het beeld van de overige aandelen in de indices, die er dit jaar over het algemeen veel minder sterk bijliggen.

Er waren ook genoeg leuke dingen te melden. Na een 10-jarige strijd tegen de Nederlandse overheid, kende de Hoge Raad een substantiele vergoeding toe in het dossier rondom de onteigende achtergestelde SNS obligaties. Omdat we de koers van deze effecten altijd op nul in de boeken hebben gehad betekent de uitkering, die op 21 augustus verwacht wordt, een fraaie plus in het resultaat.

Ook zijn we tot op heden niet ontevreden over de operationele resultaten van de meeste van onze beleggingen. Zwaargewichten als Petrotal, Gemfields en THG lieten beter dan verwachte omzetten en winsten zien en geven ons nog meer vertrouwen dat ze substantieel zijn ondergewaardeerd.

Kurdistan

Never a dull moment in Kurdistan... Gegeven het belang van dit thema in de portefeuille is een update over de recente ontwikkelingen in dit semi-autonome gebied in Irak op z'n plaats. Erbil, de hoofdstad van Kurdistan, is een belangrijke vestigingsplaats voor allerhande Westerse oliemaatschappijen met olievelden in de regio rondom Erbil. Hoewel Kurdistan een grotendeels zelfstandige regio is binnen Irak, is zij op veel gebieden ook zeer afhankelijk van haar moederland. Het duidelijkst komt dit tot uiting in de verkoop van het allerbelangrijkste exportproduct: olie. De Kurdistaanse overheid verdient haar geld door olie in een pijpleiding te stoppen en die te transporteren naar Ceyhan, een kustplaats in Turkije. Vanuit daar wordt de Kurdistaanse olie verkocht aan handelaren, die deze vervolgens over de hele wereld doorverkopen. De maatschappijen die deze olie produceren worden door de Kurdistaanse overheid, met een afslag op de Brent-prijs, betaald voor alle olie die de pijplijn in gaat. Het is precies deze pijpleiding die de laatste paar maanden in het nieuws is. Al sinds 2014, toen de eerste Kurdistaanse olie via deze pijpleiding werd getransporteerd, is er een conflict tussen Erbil en Bagdad over de condities waartegen dat gebeurt. Bagdad is van mening dat niet Erbil maar Bagdad zou moeten gaan over de olieverkopen en dat Erbil dus illegaal aanspraak maakt op de inkomstenstroom. Een rechter besloot eerder dit jaar dat dit inderdaad terecht is. Als gevolg van deze uitspraak zou Turkije buiten de afspraken om zaken hebben gedaan met Erbil, terwijl dat eigenlijk met Bagdad had gemoeten. De rechter veroordeelde dus ook meteen Turkije tot betaling van een boete van zo'n USD 1.5 miljard. En daar wringt de schoen. In aanloop naar de uitspraak zijn Erbil en Bagdad inmiddels een nieuwe deal overeengekomen. Kurdistan zal de olieverkopen voortaan aan Bagdad laten en zal dus niet langer direct profiteren van de olie-opbrengsten. In ruil daarvoor zal Erbil 12.6% van het staatsbudget van Irak ontvangen. Hoewel de autonomie van Kurdistan in stand blijft, worden hiermee de banden sterk aangehaald. Rest echter de boete die de Turken moeten betalen. Hangende onderhandelingen over deze betaling weigeren de Turken om olie via de Ceyhan-pijplijn te accepteren. Als gevolg daarvan kunnen de Kurdistaanse producenten op dit moment dus niks transporteren en hebben zij daardoor hun productie tijdelijk moeten stilleggen. En dat is jammer, daar het operationeel juist prima liep. Gulf Keystone produceerde vlak voor de stillegging een recordhoeveelheid olie, 55.000 vaten per dag, en had prima uitzicht op een operationeel goed jaar. De vraag is hoe lang deze opschorting nog gaat duren. Het is een politiek spel dat achter de schermen wordt gespeeld. Het is in niemands belang om dit onnodig lang te rekken, daar er iedere dag die voorbij gaat omzet en winst wordt gemist. Dit geldt zowel voor de producenten als voor de betrokken landen, die allemaal een graantje meepikken. Inmiddels zijn ook de Amerikanen en de Britten de druk aan het opvoeren om tot een snelle hervatting van de pijplijn te komen. HKN, een Amerikaanse speler in de regio, heeft goede politieke connecties en de Britse ondernemingen Genel Energy en Gulf Keystone proberen ook om de Britse overheid bij de zoektocht naar een oplossing te betrekken. Tot kort geleden waren er nog Turkse verkiezingen en binnenlandse Irakese budgetonderhandelingen die een snelle heropening in de weg zouden kunnen zitten.

Nu dit achter de rug is hopen we alsnog op een deal binnen de niet al te lange termijn. Als gevolg van de ontwikkelingen zijn de koersen van zowel Genel als Gulf Keystone flink teruggevallen. Een heropening van de pijplijn zou deze koersdaling weer snel moeten kunnen herstellen, daar het fundamentele plaatje niet veranderd is. Ook zou een definitief akkoord tussen Erbil, Bagdad en Turkije uiteindelijk gunstig kunnen uitpakken voor de ondernemingen. Tot op heden is de troebele relatie tussen Erbil en Bagdad een van de redenen waarom de aandelen zo goedkoop zijn. Ook is Erbil in het verleden verschillende malen gedwongen geweest om de betalingen aan de ondernemingen uit te stellen, daar Erbil zelf over een krap budget beschikt. Wanneer Bagdad deze betalingen overneemt dan zou dat voor de ondernemingen een grote stap voorwaarts zijn met een veel grotere betalingszekerheid. Sinds onze eerste belegging in dit thema, in 2016, hebben we al van alles zien gebeuren in deze bijzondere regio. De opmars van IS, corona, negatieve olieprijs, onbetaalde rekeningen, we hebben al van alles gezien. Uiteindelijk is het altijd verstandig gebleken om slechts naar de waarderingen, de balansverhoudingen en de cashflow te kijken en te beseffen dat het in ieders belang is om deze sector draaiend te houden. En dat is wat er uiteindelijk ook altijd gebeurd is. Een herstart van de productie is een van de grootste triggers in de tweede jaarhelft voor de portefeuille.

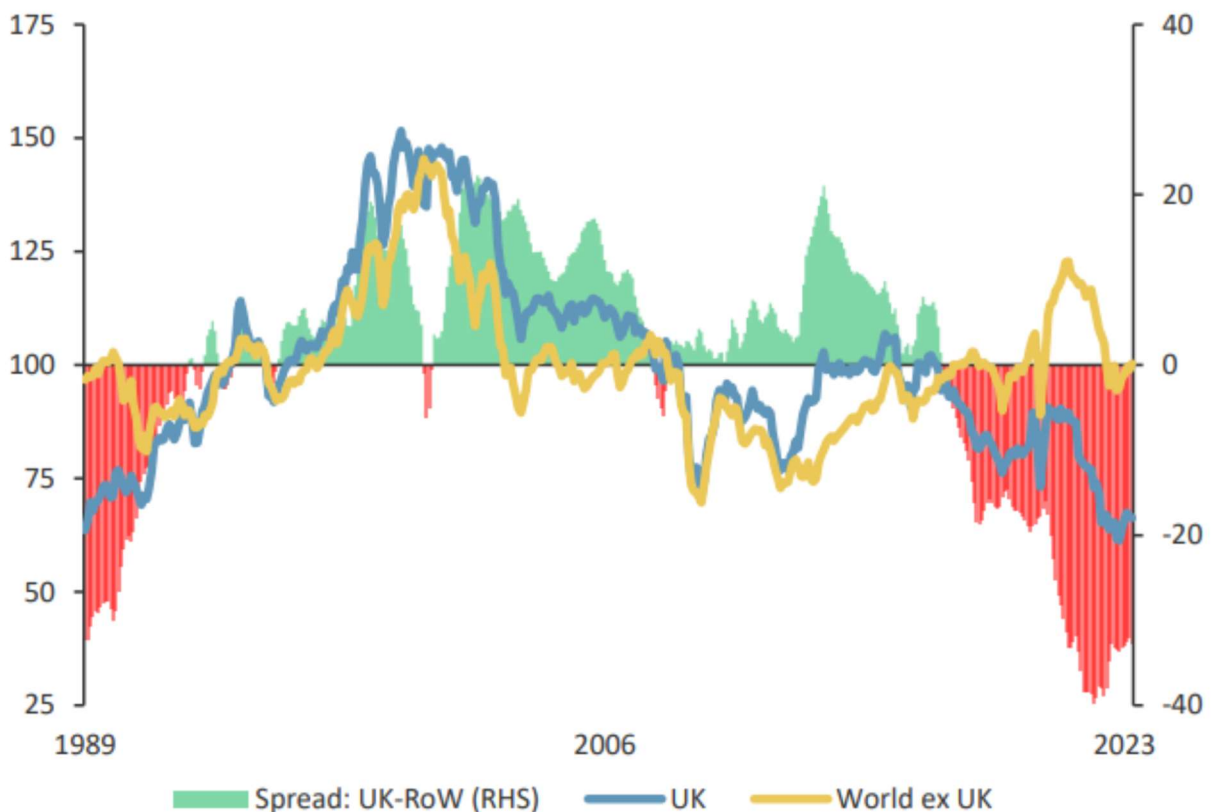
UK PLC's: "Things are never as bad as we fear, nor as good as we hope"

Britse bedrijven hebben altijd een wezenlijk deel van onze portefeuille uitgemaakt. Daar zijn verschillende redenen voor. Ten eerste is er een grote hoeveelheid beursgenoteerde ondernemingen, waaronder een groot aantal smallcaps die slechts door weinig analisten worden gevolgd. Daarnaast is beschikbaarheid van management, de Engelstalige rapportage en de relatief goede corporate governance een belangrijke reden. Maar de belangrijkste reden is dat weinig mensen interesse lijken te hebben voor de kans die op tafel ligt en de waarderingen van Britse bedrijven al enige tijd substantieel lager zijn dan op andere markten. Hoewel de Britse markt onderdak biedt aan een grote hoeveelheid ondernemingen van wereldklasse, die over de hele aardbol zaken doen, wordt de markt al tijden geteisterd door een hardnekkige discount. Wanneer we de waardering in de UK vergelijken met de waarderingen van andere grote ontwikkelde markten, dan valt op hoe goedkoop de markt is geworden. Onderstaande grafiek laat zien dat beleggers op dit moment de grootste discount in de laatste 50 jaar op Britse bedrijven loslaten. Aandelen in Engeland zijn sinds de Thatcher-periode, jaren '80, niet meer op zo'n grote korting verhandeld als nu. Nu zijn er allerlei redenen om deze korting te rechtvaardigen, waarbij de Brexit wellicht direct in uw hoofd opkomt. Toch is dat niet een volledige verklaring. Ten eerste is de Brexit niet alleen maar slecht geweest voor het Britse bedrijfsleven. Het Britse pond is door alle commotie veel goedkoper geworden waardoor sommige bedrijven juist profiteren van een verbeterde concurrentiepositie. Ook kunnen we stellen dat de effecten van de Brexit inmiddels in de bedrijfswinsten zijn verwerkt en dat het dus niet nodig is om dit ook nog eens te verwerken in de multiple waartegen de bedrijven worden verhandeld. Dat is dubbeltelling.. Daarnaast leert de geschiedenis dat pessimisme niet voor altijd duurt. Zoals in de grafiek te zien is, kan een tijdelijke discount in relatief korte tijd omdraaien in een premie. Er zijn immers voldoende redenen te bedenken waarom Engeland nog steeds een goed functionerend bedrijfsleven heeft dat op wereldschaal bepaald niet kansloos is.

Kortom: los van de ruis rondom het sentiment van Brexit en het feit dat de Britse economie momenteel niet de best presterende economie van Europa is, lijkt de huidige korting op de totaalsom van de Britse markt enorm overdreven. Wat gaat de trend keren? Ten eerste zullen dat overnames zijn. Wanneer je als niet-Britse concurrent zelf tegen een waardering wordt verhandeld die wezenlijk hoger is dan je Britse evenknie terwijl de munt waarin deze concurrent wordt verhandeld ook nog eens gezakt is dan is een overname een verleidelijke optie. We zien dat dus ook in toenemende mate gebeuren. Een tweede optie is een delisting of verplaatsing van de beursnotering. Bedrijven die momenteel een beursgang overwegen zullen niet snel voor de UK kiezen, omdat er simpelweg plaatsen in de wereld zijn die veel hogere waarderingen passend vinden. Ook bedrijven die momenteel in de UK zijn gelist kijken in toenemende mate naar een beursnotering elders, zeker als er ook nog eens een deel van hun omzet in een andere markt wordt behaald, zoals de VS. Waar de Britse markt ruim 30% goedkoper is dan de wereldmarkt, is de korting t.o.v. de VS zelfs ruim 50%. Niet alleen zegt dat iets over hoe duur aandelen in de VS zijn, ook geeft het aan hoe verleidelijk het dus is om als Amerikaans bedrijf een Britse sectorgenoot over te nemen. We zien dit al in toenemende mate gebeuren en zien in de huidige waardering van de Britse markt dus niet zozeer een probleem, maar vooral een grote kans.

Waarom wij enthousiast zijn? Omdat niemand anders het is..

Waardering van Britse ondernemingen in termen van K/W, geïndexeerd.



IRES

Het is 2013 en aan een tafel zit een groepje mannen. Het is de zoveelste vergadering van NAMA (National Asset Management Agency), het door de Ierse overheid opgerichte orgaan dat verantwoordelijk is voor de afhandeling van de banken en vastgoedcrisis die het land enkele jaren daarvoor midscheeps raakte. Doel is om zo snel mogelijk af te komen van de assets die door de bankreddiegingen in staatshanden zijn gekomen. We hebben het dan over portefeuilles van woningen, hotels, kantoorgebouwen en appartementencomplexen. De originele eigenaren van deze bezittingen gingen ten onder aan een te hoge schuldenlast en nu zijn de assets dus in handen gekomen van de banken die de leningen verstrekten. Omdat deze banken zelf ook onder druk staan om de balans te verkorten, gaan soms tegen ramsj-prijzen voormalige kroonjuwelen van de hand. En daar weten sommigen aan tafel wel raad mee..

Het zat het ook alweer? Begin deze eeuw kwam Ierland op het lumineuze idee om de goede banden die het land van oudsher heeft met de Verenigde Staten eens om te gaan zetten in klinkende munt. Als gevolg van de tech-boom in de jaren negentig bestond er een steeds grotere behoefte bij, met name Amerikaanse, bedrijven om voet aan de grond te krijgen in Europa om ook vanuit hier software en IT-diensten te gaan verkopen. Voorwaarde is dan logischerwijs een geschikte fysieke vestigingsplaats te vinden. Ierland had dat als een van de eerste goed in de gaten en kwam met een aantrekkelijke propositie: niet alleen was er een jonge, goed opgeleide, Engelstalige bevolking, ook deed het land mee met de Europese muntunie. Daarbovenop kwam Ierland echter met de ultieme verleiding: het verlaagde met een enorme stap haar vennootschapsbelasting. Dit was de perfecte strategie om bedrijven te overtuigen om de Europese basis in Ierland te vestigen. En dat was precies wat er gebeurde. Het ene na het andere bedrijf besloot een hoofdkantoor in Dublin te openen en dat zorgde voor een flinke instroom van zowel mensen als kapitaal naar de Ierse hoofdstad. Het land, dat in de vorige eeuw nog tot de armste landen van Europa behoorde, stond ineens op de kaart en groeide als nooit tevoren. De zogenaamde Keltic Tiger werd een begrip. Zoals bij iedere plotseling ontstane honger naar groei vroeg dat om excessen. En die kwamen er. Kapsters met 5 huizen, vastgoedontwikkelaars met Ferrari's, bankdirecteuren die bevriende relaties onbeperkte kredieten verstrekten, alles was mogelijk. Totdat het mis ging.. In 2006 bleek de tijger dodelijk gewond en was het feest ineens voorbij. Huizenprijzen daalden tot wel 60% en alle Ierse banken waren op papier failliet. Als gevolg daarvan moest de staat inspringen. Met enorme reddingsacties werden de banken genationaliseerd en kwam zelfs de Ierse overheid als geheel onder zware druk. Met Europees geld kon de crisis worden bezworen maar de prijs hiervoor was hoog. In de jaren na de ineenstorting werden de wonden gelikt. De huizenmarkt bodemde uiteindelijk uit, maar veel van de vastgoedleningen die waren verstrekt aan allerlei projectontwikkelaars werden nooit terugbetaald. Als gevolg daarvan zaten de genationaliseerde banken met een grote hoeveelheid vastgoed die uiteindelijk van de balans af moest.

Terug naar de vergadering van NAMA. Al snel kwamen sommige leden van het comité erachter dat het veel handiger was om aan de andere kant van tafel, als koper, te gaan zitten. Enkelen van hen vertrokken bij NAMA en voegden de daad bij het woord: in de jaren 2013 en 2014 vonden er verschillende beursgangen plaats van Ierse vastgoed REIT's. Green REIT, Hibernia REIT en IRES kwamen naar de beurs, waarbij de oprichters dus eerst zelf bij NAMA hadden rondgesnuffeld en daarna geld ophaalden om de kansrijke situatie zelf te gaan uitwinnen.

Wij hebben deze beursgangen altijd scherp in de gaten gehouden. We deden mee met de IPO's van Hibernia REIT en Yew Grove, en waren in de jaren daarna altijd geïnteresseerd in deze namen als ze op een flinke discount van de onderliggende waarde te koop waren. De enige naam die we nooit kochten was IRES. In tegenstelling tot Green, Hibernia en Yew Grove, allen actief in kantoorvastgoed, is IRES slechts bezig met de koop en verhuur van residentieel vastgoed. Als gevolg daarvan heeft het aandeel een veel stabielere verloop gekend en heeft het nooit ver onder de NAV gehandeld. Zowel Hibernia als Green konden op momenten tegen tientallen procenten korting worden aangeschaft. Dat is ook precies wat we deden, waarna ze beide door een overnamebieding van de beurs werden gehaald. Tot een half jaar geleden hadden we zodoende geen exposure meer naar de sector, daar al onze voormalige namen, ook het in 2018 genoteerde Yew Grove, van de beurs waren gehaald. Gedurende 2022 gebeurde er echter iets interessants met IRES. Als gevolg van de snelle rentestijging begon ook dit aandeel, dat in de eerste 8 jaar van haar bestaan altijd dicht in de buurt van de NAV had gehandeld en daardoor voor ons afviel als beleggingskans, op een korting te noteren. De NAV, die vanaf 2014, toen de aandelen op een koers van EUR 1 werden geplaatst, opliep van EUR 1 naar EUR 1.70, is inmiddels wat gezakt naar ongeveer EUR 1.60. De koers is echter volledig in elkaar gezakt. Waar beleggers in 2022 nog ongeveer de NAV betaalden, EUR 1.70, is het aandeel momenteel te koop op.. 96 cent. En dat is een korting van zo'n 40% op de waarde van de 4000 appartementen en huizen die IRES in en rond Dublin bezit. Deze korting is lastig te verklaren. Wanneer we kijken naar de huizenprijsontwikkeling in Ierland, of in Dublin in het bijzonder, zien we een heel ander beeld. Er is geheel geen sprake geweest van een daling van de huizenprijs in Ierland. Wel is het zo dat de snelle stijging van de prijzen tot stilstand is gekomen, maar dat is iets anders dan dat de prijzen daadwerkelijk reeds zijn gedaald. Hoewel dat nog prima kan gaan komen, is het niet erg aannemelijk dat dat ook maar in de buurt komt van de impliciete verwachting die in het aandeel is geslopen. Belangrijkste reden voor de scherpe koersdaling is de fors gestegen rente en daardoor de hogere discount-rate die beleggers op de waardering van de portefeuille plakken. De kasstroom die uit de verhuur van de portefeuille wordt behaald (IRES heeft een bezettingsgraad van ruim 99%..) is bij een hogere rentestand minder waard dan bij een lagere rentestand. Dat kan allemaal wel zo zijn, maar het blijft een vreemde redenering. Als we een beetje uitzoomen dan is IRES niks anders dan de optelsom van 4000 woningen in Dublin, gefinancierd met een combinatie van eigen en vreemd vermogen. Deze woningen zijn sinds 2014 dus gemiddeld zo'n 60% duurder geworden (NAV van 1.60) maar de aandelenmarkt is momenteel slechts bereid om deze verzameling te kopen tegen een prijs die 4% lager is dan de beginwaarde in 2014. Mocht deze verhouding zo blijven, dan doet IRES er verstandig aan om de woningen uit de verhuur te halen en in de vrije markt te verkopen. Er is voldoende vraag naar woningen en de markt is uiterst gezond, getuige de forse prijsstijging van woningen. Ook draait de Ierse economie nog steeds op volle toeren. Er is dus een duidelijke mismatch tussen wat beleggers van het totaal en particulieren van het onderliggende vastgoed denken. Dit is ook Vision Capital, een activistische aandeelhouder uit Canada, opgevallen. Zij hebben een belang in de onderneming en willen dat IRES zichzelf te koop zet. Het zou een logisch laatste hoofdstuk zijn in een sector waar IRES nog de enige overgebleven partij is en alle andere eenzelfde 'lot' hebben ondergaan. Tot op heden was er nog geen "window of opportunity" om ook IRES van de beurs te halen, daar de koers dichtbij NAV lag en het daarom niet mogelijk was om daar een premie bovenop te betalen. Inmiddels is dat wel het geval: zelfs met een premie van tientallen procenten kan er een koop worden gedaan die onder de waarde van het onderliggende vastgoed ligt.

Dat zou zowel voor de koper als voor de zittende aandeelhouder een profijtelijke deal zijn. In aanloop naar die onvermijdelijke uitkomst hebben wij het belang in de onderneming uitgebreid.

THG PLC (The Hut Group)

Bedrijf met vastberaden management wordt speelbal van de beurs

In de eerste kwartaalbrief van 2022 schreven wij voor het eerst over THG PLC. Er is sindsdien het nodige gebeurd en daarom is het tijd voor een update over dit online retail-, voeding- en cosmetica-concern uit Manchester, Engeland. We sloten destijds af met een verwachtingsvolle vooruitblik op het apart noteren van de Beauty-divisie en verdere ontwikkeling van de groei op weg naar winstgevendheid. De beursnotering van de Beauty-divisie heeft tot moment van schrijven nog niet plaatsgevonden, saai is het echter in de tussentijd bepaald niet geweest. We nemen u graag mee achter de schermen bij THG.

Transitie van de structuur met drie aparte bedrijfsactiviteiten

THG heeft in de jaren '10 van deze eeuw vele kleine overnames gedaan in de cosmetica en gezonde voedingssector en plukt daar meer en meer de vruchten van. De omzet van THG verdubbelde tussen 2019 en 2022 naar ruim 2 miljard pond. In 2021, toen THG met veel fanfare naar de beurs ging tegen een prijs van GBP 5 per aandeel, was het bedrijf als gevolg van deze snelle groei dan ook een beurslieveling en stond het symbool voor het ware groeiaandeel.

Het goed communiceren van de verwachtingen en het nakomen hiervan bleek direct al in het jaar na de IPO echter lastig voor THG.. De organisatie was onvoldoende toegerust op de explosieve groei en beleggers begrepen niet altijd waar de onderneming mee bezig was. Dit leidde vaak tot negatieve marktreacties op kwartaalupdates. Het was daarom op zijn zachtst gezegd niet handig toen Matt Moulding (CEO en oprichter) verbaal wild om zich heen sloeg tijdens een meeting, vorig jaar, met analisten en beleggers. Een groot Brits entrepreneur die zich even liet gaan dat is munitie voor allerlei smeùige sensatiebeluste verhalen in magazines en kranten. THG werd de 'kop van jut'. Hedgefondsen die speculeerden op een koersval brachten de koers van het bedrijf in een neerwaartse spiraal. Wij vonden dat juist een reden om naar het bedrijf te kijken, dat door al deze commotie van een recordkoers van GBP 8 inmiddels tot onder een pond was gezakt, waarna wij de eerste aandelen kochten.

De prestaties van THG vertellen echter een ander verhaal. THG heeft de voorbije tijd sterk ingezet op het neerzetten van een goede organisatie. Belangrijk hierin was het apart zetten en het zelfstandig neerzetten van de bedrijfsactiviteiten. De drie bedrijfsonderdelen (1. Cosmetica 2. Gezonde (sport) voeding 3. Ingenuity (e-commerce platform oplossingen)) zijn nu volledig zelfstandig operationeel met ieder een eigen CEO. Dit maakt dat beleggers de onderdelen makkelijker kunnen doorgronden en waarderen. Dit plaveit ook de weg voor de aparte beursnotering of voor het op een andere manier waarde creëren van de units door middel van gedeeltelijke verkoop of strategisch partnerschap met een andere partij. THG blijft op dit moment de overkoepelende moedermaatschappij van alle activiteiten.

Governance

Hiernaast heeft THG de belangrijke afdeling Investor Relations verder verzaamd met enkele ervaren medewerkers. Investor relations (IR) zijn belangrijk in het contact met beleggers en de pers. Zij moeten het verhaal en de boodschap van de onderneming goed overbrengen aan bestaande, nieuwe beleggers en analisten.

Naast de aanpak van de IR afdeling hebben we gezien dat er een overkoepelende Chairman (voorzitter) is gekomen die met andere niet-uitvoerende bestuurders toezicht houdt op het uitvoerende bestuur. In het kader van governance (goed bestuur) een veelgebruikte ondernemingsstructuur.

Belangrijk voor de markt was dat de CEO en oprichter Matt Moulding zijn 'gouden aandeel', waarmee hij feitelijk alle stemrechten had, heeft laten vallen. In 2022-2023 is ook de nieuwe zwaargewicht CFO Damien Sanders begonnen. Hij is afkomstig van accountancy grootmacht PwC waar hij 20 jaar werkzaam was.

Allemaal ontwikkelingen die we positief ontvangen en die de THG als bedrijf een stuk volwassener hebben gemaakt.

Bezoek THG Campus het verschil met andere beleggers

Gedurende het jaar 2022 traden wij ook meer en meer in contact met het bedrijf. We spraken de nieuw ingerichte afdeling Investor Relations, de nieuw aangetreden CFO en daarnaast hadden we ook strategische sessies met de gehele directie en de CEO.

De contacten waren frequent en goed van kwaliteit. Niet vreemd dat wij ook uitnodiging kregen om de THG-campus in Manchester te bezoeken hetgeen wij in mei 2023 ook gedaan hebben. Dit was een zeer waardevol, openhartig en inspirerend bezoek.

De THG Campus in Manchester is een broeiest voor creatieve medewerkers die iedere dag met energie en enthousiasme de kans krijgen het leuker, beter of anders te doen dan de dag ervoor. We hebben in Manchester met eigen ogen mogen aanschouwen de manier waarop Ingenuity (het E-commerce platform) zich positioneert. Ingenuity is als de digitale snelweg voor je merkenstrategie. Als een willekeurig merk bijvoorbeeld een product wil lanceren kan THG Studio's in 24 uur een onlinecampagne maken en uitrollen. Ditzelfde kost bij reclame studio's meerdere weken en is veel duurder. Met groot enthousiasme vertelden de medewerkers de mogelijkheden om kookprogramma's, fitnessreclames of 'influencers' in te zetten. Dit alles in studio's waar alles eigenhandig gemaakt wordt. Zelfs een eventueel decor wordt intern in een timmerhal in elkaar gezet.

We waren ook aanwezig in de logistieke hub van THG. Hier zagen we het werk van de ongeveer 350 AI (Artificiële intelligentie) gedreven robots die de tientallen miljoenen orders van THG verwerken. De robots herkennen de productverpakkingen, ook als deze veranderen en passen zelf het orderselectieproces en het voorraadbeheer hierop aan. Nog waardevoller was onze meeting met het management van anderhalf uur waarin we echt de diepte in zijn gegaan over de onderneming om onze zienswijze verder aan te scherpen.



AI Robots pikken de orders op in de THG logistieke hub

We staan graag dicht bij de ondernemingen waarin we voor u mogen beleggen en dat maakt ook het verschil met andere beleggers die die moeite vaak niet nemen. We proberen net een stapje verder te gaan en de onderneming van haver tot gort te begrijpen. Dergelijke bezoeken en conversaties met management dragen hieraan bij.

Niemand staat stil bij het feit dat THG voor haar bestellingverwerking online géén gebruik hoeft te maken van een duur betaalbedrijf zoals Adyen of Klarna waardoor er dus geen winstmarge weglekt. THG heeft dat allemaal in-house zelf ontwikkeld en die investeringen zijn al gedaan. Net zoals de robotisering van de orderverwerking. Dat soort zaken hoor en zie je alleen als je diepgaander onderzoek doet en verder gaat dan andere beleggers. Dit lees je niet in een jaarverslag. Marketinguitgaven zijn een significante kostenpost voor ieder bedrijf in deze sector. Hierom is het uniek te zien wat THG Ingenuity heeft gerealiseerd om dure merkenstrategie in-house te ontwikkelen voor zichzelf en ook voor derden zoals Coca-Cola Europe, Nestlé, Mondelez en Matalan. Het externe klantenbestand groeit ieder kwartaal.

Overnamepogingen en andere scenario's

Gedurende 2022 is de beurskoers blijven afglijden wat tot gevolg had dat diverse vermogende eenlingen, consortia en Private Equity zich meldden bij de onderneming om THG deels of geheel over te nemen. Die eerste overnamepogingen mislukten omdat het management en een meerderheid van aandeelhouders niet overtuigd waren van de biedingen en de structuren die daarbij horen.

Een bod van naar verluid 1,70 GBP werd afgeslagen en rond oktober 2022 belandde de koers op een absurd dieptepunt van 31 pence. Dit was kort nadat de Aziatische technologie investeerder Softbank, winnaar van het kampioenschap kapitaalsvernietiging, haar belang in THG op 38 cent verkocht aan de Qatar investment Trust en de CEO Matt Moulding. Vanaf dat moment is de zon weer gaan schijnen en in april dit jaar deed ook private equity onderneming Apollo een overnamebieding op het bedrijf. Dit bod kende naar verluid een zeer ingewikkelde constructie met minderheidsbelangen en splitsingen, maar wel met een totaalprijs die in de buurt van de 2 a 2,50 GBP per aandeel moet liggen. Ook dit bod is na langdurig overleg afgeslagen.

Interessante informatie die uit de onderhandelingen bleek, was dat in de ogen van Apollo de Ingenuity-divisie reeds een waardering van meer dan een 1.2 miljard GBP verdiende. Dit bedrijfsonderdeel, dat wij het minst goed kunnen waarderen en wij dus gemakshalve maar op nul in de berekeningen meenemen, vertegenwoordigt dus in de ogen van deze gewillige koper vrijwel de gehele huidige beurswaarde.

We sluiten zeker niet uit dat THG over enkele jaren in de huidige vorm niet meer bestaat. THG is nu de moedermaatschappij van de drie business units die ook apart te runnen zijn. De units zouden een aparte beursnotering kunnen krijgen, en andere derde partijen kunnen een belang nemen of een gehele unit overnemen. Unilever, P&G of Nestle kan GBP 2 tot 3 miljard betalen voor de divisie gezonde voeding. Dergelijke waarderingen zijn conservatief afgaande op wat er in de markt gebeurt. Per saldo hebben we het dan al over 1,5 tot 2,5 keer de totale beurswaarde voor de middel grootste divisie van THG. THG wil deze stap echter nu nog niet nemen omdat het gelooft in de eigen unieke strategie.

Nog een andere optie waarover vaak speculatie is, is dat Matt Moulding het hele bedrijf (samen met enkele partners) weer van de beurs neemt tegen een overnamepremie. Het zou THG in meer rustiger vaarwater brengen, zonder de druk van ieder kwartaal moeten presteren. Moulding heeft ook al regelmatig gehint op deze optie. Voor de geïnteresseerden, Moulding schrijft wekelijks enkele bijdragen op LinkedIn. Zeer het lezen waard!

De echte waarde

We hebben het management op het hart gedrukt de echte waarde van de onderneming te laten zien aan beleggers. Dat kan bijvoorbeeld door het (deels) verkopen van een bedrijfsonderdeel. Dit zou direct duidelijk maken dat de markt de totaalsom onderschat en bovendien short-partijen behoorlijke schrik aanjagen. De nachtmerrie van shortpartijen is een plotseling stijgende koers.. (zij moeten immers aandelen terugkopen tegen hogere koersen terwijl ze zouden profiteren van lagere koersen).

Als andere mogelijkheid de beurskoers verder op te krikken gaf CEO Moulding zelf aan dat THG



mogelijk aandelen of schuldpapier gaat terugkopen. Er is financiële ruimte ontstaan omdat veel kosten al gemaakt zijn en THG inmiddels operationeel break-even lijkt te gaan draaien en de cashflow als gevolg van dalende inputkosten sterk groeiende is. Dit zou een sterk signaal zijn aan de markt. Natuurlijk kijken wij ook naar de redenen waarom al deze positieve punten niet leiden tot een hogere waardering. Kritisch bekeken moeten er nog de nodige zaken gebeuren wil de echte waarde van deze

onderneming eruit komen.

Inspirerende teksten aan de muur in de THG Studio's

Belangrijkste reden voor zowel het succes als de scepsis is de aanwezigheid van Matt Moulding. Hij runt het bedrijf alsof het zijn eigen bedrijf is, en trekt zich tot op heden weinig aan van wat anderen graag zouden willen zien. Het is zeer indrukwekkend wat er tot op heden allemaal is opgebouwd echter zolang de beurs dat niet op waarde inschat hebben beleggers er niets aan. Hiernaast helpt het niet dat heel veel aandelen in vaste handen zijn. Het kleine deel wat wel verhandeld wordt op de beurs is speelbal van hedgefondsen en speculanten. Het opgeven van het “Golden Share”, vorige maand, is een eerste aanwijzing dat Moulding zich begint te beseffen dat een beursnotering verplichtingen met zich meebrengt en dat er naar externe aandeelhouders moet worden geluisterd. Eerder dit jaar kwamen we in contact met de meest vocale externe aandeelhouder, Kelso PLC. Dit recent opgerichte activistische fonds ziet, net als wij, de extreme onderwaardering van THG en doet er alles aan om die te ontsluiten. Wij hebben goede contacten met Kelso en delen de visie dat er dingen moeten veranderen. Moulding heeft, mede onder druk van Kelso, al aangegeven een premium notering aan de FTSE aan te vragen, momenteel is het nog lokaal genoteerd en wordt het dus niet opgenomen in allerlei FTSE-indices. Een premium notering kan later dit jaar worden gerealiseerd. Hiernaast zien we dus meewind van de gedaalde grondstofprijzen die de gezonde voeding divisie extra rugwind geeft.

We vragen ons al maanden af hoe lang deze situatie van onderschatting van de markt kan standhouden... Alle bovenstaande en eerdergenoemde feiten lijken onze mening te bevestigen dat dit bedrijf meerdere keren meer waard kan zijn dan huidige beurswaarde. We staan in contact met meer en meer andere beleggers die er hetzelfde over denken. De beurswaarde was in 2020 ooit meer dan 8 miljard pond tegen de 1,2 miljard pond op dit moment. Die 8 miljard pond was in 2020 een veel te hoge waardering. De huidige waardering is echter veel te laag. Het bedrijf staat er echter nu veel beter voor dan in 2020. Als de beurs zich dat niet snel gaat realiseren, dan komt er alsnog iemand die dat voor hen doet.. Een uiterst kansrijk aandeel dat een bijzonder interessante tweede jaarhelft voor de boeg heeft.

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.