

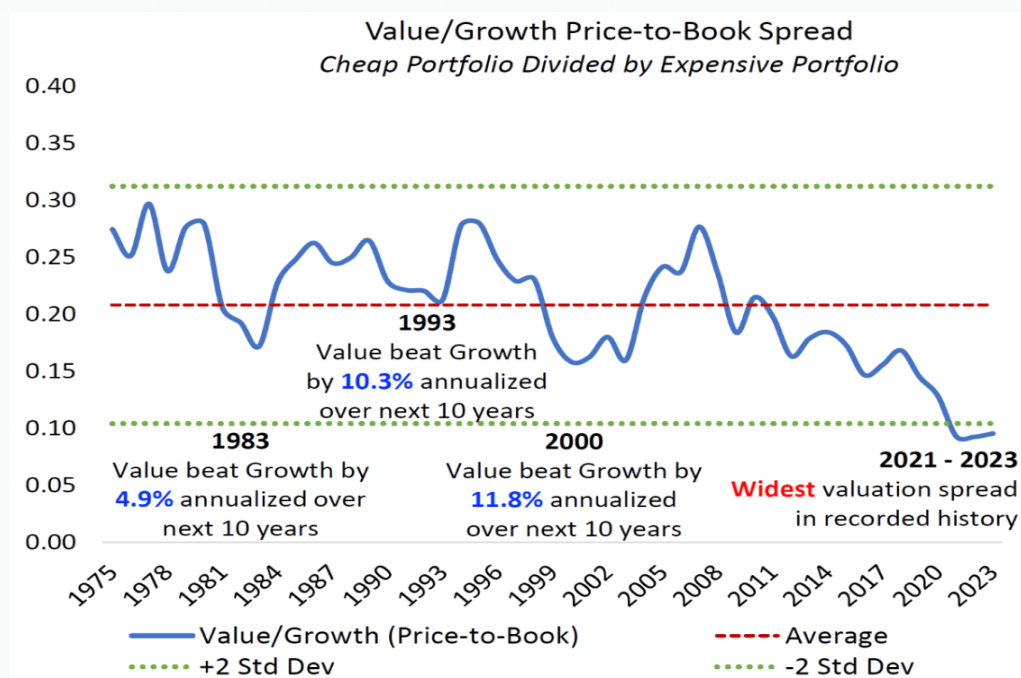
Kwartaalverslag Q3 2023

The waiting game

Value beleggen is niet altijd gemakkelijk. Waar 2022 nog een jaar was waarin de waarde van de beleggingsstijl goed bovendreef, door het slechte beursjaar vrijwel vlak af te sluiten, is 2023 tot op heden een frustrerend jaar.

Waardebeleggers proberen beleggingen te identificeren die fundamenteel een veel hogere waarde vertegenwoordigen dan de prijs waarop ze aan te schaffen zijn. Idealiter betreft het dan beleggingen die cashflow genereren en uitkeren aan de eigenaar, zodat er in ieder geval een contante vergoeding is voor het wachten. En daar raken we precies een gevoelig punt: Het wachten.. Wanneer we kijken naar de rendementen die Value de afgelopen decennia heeft opgeleverd dan zien we heel duidelijke fasen. Er zijn tijden waarin beleggers met een betrekkelijk open vizier naar de wereld kijken en bedrijven die te goedkoop zijn snel herwaarderen, waardoor Value beleggers snel beloond worden voor het werk dat ze doen en verkeerd geprijste aandelen weer snel herwaarderen tot meer passende niveaus. Er zijn ook tijden, en de afgelopen jaren zijn daar een aardig voorbeeld van, dat de beleggerswereld zich focust op bepaalde thema's, markten of sectoren en voor andere hoeken totaal geen belangstelling lijkt te hebben. Het is in die jaren alsof je als Value belegger een roepende in de woestijn bent die kan schreeuwen wat hij wil, zonder enige respons te krijgen. Dat is uiteraard een frustrerend gevoel en test het geduld dat op dat moment van de Value belegger wordt geëist. Het is dan ook logisch dat niet iedereen dit geduld kan opbrengen en ergens gedurende de rit afhaakt. Cynisch genoeg is dit precies de reden waarom op dit moment de kansen zo buitensporig groot zijn. Onderstaande grafiek laat zien hoever de slinger doorgeslagen is.

Figure 2: European Valuation Spreads (1975–2023)



Source: Ken French data library and S&P Capital IQ

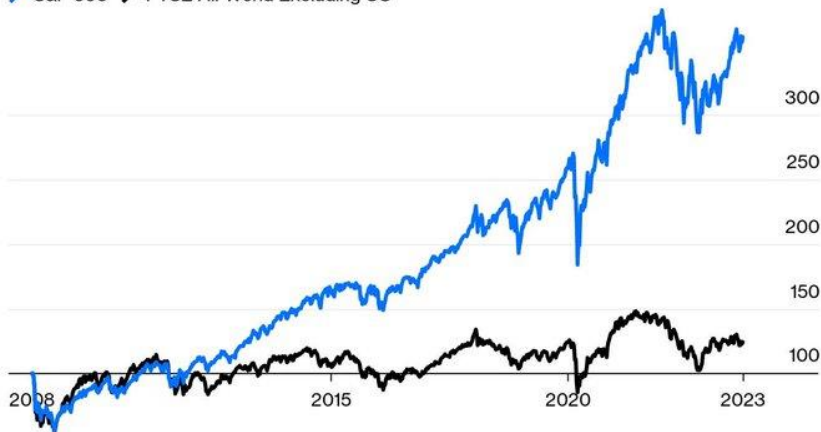
De grafiek laat zien dat er perioden zijn, die vele jaren kunnen duren, waarbij de wereld Value-beleggen als een achterhaalde, inferieure beleggingsstijl ziet. We zagen dit in de opgang naar het jaar 2000, en we zien het nu wederom, eigenlijk al vanaf de kredietcrisis. Wanneer we kijken naar de absolute waarderingen van veel van onze aandelen dan zijn we in veel gevallen terug bij de verhoudingen uit 2008. Bedrijven zonder schulden die op slechts enkele keren hun jaarwinst te koop zijn en 10, 15 of zelfs bijna 20% dividendrendement opleveren (DNO, Gemfields, Diversified, Petrolal..) lijken door de markt compleet te worden genegeerd en lijken maar niet goedkoop genoeg te kunnen worden.

De gemene deler voor het totale gebrek aan enthousiasme voor Value is de bijna exclusieve focus op groeibedrijven. Eind vorige eeuw was het de opkomst van het internet dat alle zuurstof bij Value-aandelen wegzoog, vanaf de kredietcrisis was het de aanwezigheid van bijna gratis geld dat brandstof bood aan de rally van groeiaandelen, ten koste van de veel goedkopere Value aandelen. De effecten van de torenhoge waarderingen van groeiaandelen zijn het best te zien in de performance van de Amerikaanse beurzen over de afgelopen 15 jaar. De relatieve grote weging van groeibedrijven in de indices zorgen er al jaren voor dat de Amerikaanse beurzen het veel beter doen dan andere markten. Het vertekent ook het beeld van de performance van de rest van de markt. Onderstaande grafiek laat zien wat een belegger zou hebben verdiend als hij geen Amerikaanse aandelen in bezit zou hebben gehad gedurende de afgelopen 15 jaar. Het antwoord is duidelijk: vrijwel niets.

The World Post-Lehman

Outside the US, markets went sideways; but not in the US itself

— S&P 500 — FTSE All-World Excluding US



Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

Het ene type belegger zou dit kunnen interpreteren als reden om alsnog dan maar Amerikaanse aandelen te gaan kopen. Het tegenovergestelde lijkt wat ons betreft verstandiger: kies voor de veel goedkopere niet-Amerikaanse aandelen, die enorm zijn ondergewaardeerd ten opzichte van de veel duurere collega's aan de andere kant van de oceaan.

Een klein deel van deze outperformance is te wijten aan de enorme koerssprongen van een handjevol bedrijven als Apple, Microsoft en Nvidia die zeer succesvol zijn geweest in de creatie van aandeelhouderswaarde. Echter is de grootste reden van de outperformance het resultaat van structureel hogere waarderingen in de VS ten opzichte van waarderingen elders in de wereld.

Zelfs wanneer je binnen een bepaalde sector kijkt naar de waarderingsverschillen, is er een dusdanig groot gat dat Europese aandelen simpelweg veel aantrekkelijker ogen. In de voor ons momenteel belangrijkste sector olie en gas, zijn beleggers in de VS bereid om 12 tot 14x de jaarwinst te betalen voor bedrijven als Exxon of Chevron. Kijken we dan naar exact dezelfde soort bedrijven in Europa, zoals Shell of BP dan liggen de waarderingsverschillen daarvoor op 6 of 7 maal de jaarwinst. Dit verschil vinden wij zeer moeilijk fundamenteel te verklaren, daar ze onderhevig zijn aan dezelfde krachten. Ze hebben allemaal velden over de hele wereld, het product is identiek en de klanten zitten overal in de wereld. Het is slechts de plaats van hun beursnotering die het verschil maakt. Ditzelfde zien we in vrijwel alle sectoren en dat maakt Europese Value-beleggingen zo kansrijk. Dat is echter al vele jaren zo en wij krijgen dan ook vaak de vraag wanneer dit gaat draaien. Het antwoord is uiteraard dat wij dat ook niet goed kunnen voorspellen. Het enige dat we wel weten is dat, als er niets gebeurt, dat ook goed is. De reden is dat een bedrijf dat op slechts enkele keren haar jaarwinst te koop is, jaarlijks dus een flink deel van haar beurswaarde verdient. Zelfs bij een gelijkblijvende waardering levert dit dus tientallen procenten per jaar op voor de eigenaar van het bedrijf. Deze winst kan worden uitgekeerd of worden gebruikt voor verdere groei. De enorme dividendrendementen laten zien dat onze bedrijven een groot deel uitkeren, waardoor er een contante vergoeding ontstaat voor het wachten op een kentering van het sentiment. En dat die kentering een keer gaat maken is een voorspelling die we wel degelijk aandurven. De belangrijkste aanwijzing dat we inderdaad op een portefeuille zitten die simpelweg veel te goedkoop is, blijkt uit het grote aantal overnamebiedingen op bedrijven die we bezitten. Vorig jaar werden al meerdere bedrijven overgenomen en ook dit jaar slaan kopers weer toe. Zo zijn modelnamen als Wentworth en Impellam onderwerp van overnamebiedingen en kwam daar deze week ook Renewi bij. Rode draad is dat de kopers, allemaal niet-Britse bedrijven, gebruikmaken van de zeer lage waarderingsverschillen op de Britse beurs. Mocht deze Britse discount standhouden dan zullen we dus meer en meer van dit soort overnames gaan zien, en dat is uiteindelijk ook een prima alternatief, daar ondernemingen dan een voor een met goede premies van de beurs worden gehaald. Kortom: linksom of rechtsom is het kapitalistische systeem een garantie voor een uiteindelijke terugkeer naar normalere verhoudingen en zullen Value aandelen weer in de spotlights komen. Wat duidelijk in de eerste grafiek te zien is, is hoe aantrekkelijk de rendementen zijn als de markt draait. Wanneer Value terug in de gratie komt, is de beloning groot. Gemiddeld wordt er in de 10 jaar na de draai ruim 10% per jaar meer verdiend in de Value stijl dan in een belegging in groeiaandelen. En dat is het wachten meer dan waard..

Public Policy Holding Company (PPHC) - de kunst van het lobbyen

In 2015 werd een nieuwe wet aangenomen in de VS die het lobby bedrijven verplichtte alle lobby gesprekken openbaar in een register bij te gaan houden. Lobbyen is natuurlijk al zo oud als de weg naar Rome zelf en dat is in de Verenigde Staten niet anders. In 1946 werd al een eerste wet aangenomen die de invloed van lobbyisten moest indammen en meer transparantie moest brengen. In de laatste decennia is de wetgeving op dit punt verder uitgebreid. Een jaar voor de laatste aanpassing van de wet werd in 2014 het bedrijf PPHC opgericht in Washington D.C. Graag stellen we u kort voor aan dit bedrijf.



Lobbyen heeft wellicht een wat dubieuze naam in de beeldvorming maar het lobbyen heeft wel degelijk een zeer belangrijke functie in zowel de politiek als het bedrijfsleven. Veranderende wetgeving heeft hier een zeer grote invloed op. Bedrijven wordt gevraagd mee te denken over wetgeving maar zij worden tegelijkertijd ook geconfronteerd met die nieuwe wetgeving. Daarop moeten zij zichzelf ook voorbereiden. Hierom vinden er dagelijks gesprekken plaats tussen overheid en mensen die het bedrijfsleven vertegenwoordigen. Op deze manier kan de sector bijdragen aan gezonde bedrijfsvoering en het vormen van wetgeving. In cijfers is de markt zeer volwassen te noemen. In de V.S. stegen overheidsuitgaven tussen 1990 en 2025 van 1,2 triljoen dollar naar 6,3 triljoen dollar. Het budget dat uitgegeven wordt door bedrijven en andere organisaties aan lobby- (en gerelateerde) activiteiten is gegroeid van 1,4 mrd USD in 1998 naar 3,9 mrd in 2022.

Dit is het speelveld waar PPHC in actief is. PPHC is een verzameling van bedrijven in een zeer gefragmenteerde markt. Echter van de top 20 lobby bedrijven in de VS zijn er drie uit de stal van PPHC. Het bedrijfsmodel laat zich kenmerken door een zeer stabiele, groeiende en voorspelbare omzet en winstontwikkeling. Hiernaast is het anti cyclisch van karakter, waarmee we bedoelen dat de prestaties niet worden beïnvloed als er economische schokken zijn.

Een praktijkvoorbeeld waar het wat verder gaat dan wat lobbywerk alleen laat bijvoorbeeld de zonnepanelen campagne zien in de V.S. Zo droeg een dochteronderneming van PPHC succesvol bij aan een succesvolle plaatsing van tarieven op Aziatische zonnepanelen (dumping) door President Biden. Dit met als bovenliggend doel de productie van binnenlandse zonnepanelen in een eerlijker speelveld te laten plaatsvinden.

Om de groeistrategie verder vorm te geven is PPHC in 2021 naar de beurs gegaan om enerzijds partners een gedeeltelijke exit te geven maar ook om verdere middelen op te halen bij beleggers om de overnameactiviteiten verder vaart te geven. Het vreemde (maar verklaarbare) is echter dat het hier gaat om een Amerikaans bedrijf met een beursnotering in Londen. De beurswaarde is te klein voor een notering in Amerika en daarom werd er voor Londen gekozen.

Na onze eerste contacten in 2021 waren er in 2022 nog enkele partners die een gedeeltelijke exit zochten. Vanaf dat moment zagen we de kans om de aandelen in de portefeuille op te nemen. De verhandelbaarheid van de stukken is echter niet groot. Er worden slechts enkele duizenden stukken per dag verhandeld maar hier staat tegenover een gerenommeerde onderneming met een riant dividend rendement van zo'n 8% (70% uitkering van de netto winst) over 2022. Netto winst is ongeveer 20% van de omzet (ca. 110 mln in 2022). De omzet is verdeeld over circa 1.000 cliënten die gemiddeld dus meer dan 100.000 dollar per jaar uitgeven om PPHC hun belangen te laten behartigen. Driekwart van de aandelen is in handen van het personeel zelf wat typisch Amerikaans is en ook commitment met zich mee brengt. Al met al voldoende aanleiding om aan boord te gaan en een bescheiden aandeel in het bedrijf te kopen.

We hopen u hiermee een beeld te geven van dit relatief onbekende bedrijf in de portefeuille. Met de presidentsverkiezingen in aantocht zal er ook het nodige extra werk aankomen voor PPHC. Maar er wordt zeker ook naar de overkant van de oceaan gekeken. Met ruim 7,000 geregistreerde lobbyisten voor alleen al de EU is daar naast de Amerikaanse markt (met 12,000 geregistreerde lobbyisten) ook nog ruimte voor verdere groei. Hiernaast zien we ook private equity een oogje hebben op deze markt, wat om bovengenoemde redenen niet vreemd is. KKR en TPG maakten al een eerste entree.

30° Pareto Conferentie (september) 2023

Jaarlijks wordt in Oslo (Noorwegen) de prestigieuze Pareto Energie conferentie gehouden. Alhier komen grote institutionele beleggers, bedrijven, overheidsfunctionarissen en analisten samen om te praten over de energiemarkt. Voor u als volger en/of investeerder is dit wellicht interessant omdat hier ook de (potentiële) bedrijven aanwezig zijn waarin we voor u beleggen zowel in de aandelenportefeuille als in het OVMK Special Bond Fund. Enkele namen zijn: Gulf Keystone, Genel Energy, DNO ASA en HKN.

OVMK wordt jaarlijks uitgenodigd deel te nemen aan de conferentie. Wij maken dan ook altijd gebruik van de mogelijkheid bedrijven uit de portefeuille te ontmoeten en nieuwe bedrijven te verkennen. In twee dagen voerden wij 16 één- op één gesprekken en uiteraard spraken wij ook diverse betrokkenen in de zijlijn van deze officiële meetings. Een zeer waardevolle ingang die teruggaat tot 2016 toen we voor het OVMK Special Bond Fund de eerste DNO obligaties aankochten met forse korting. Zonder de genoemde contacten hadden we deze transacties niet kunnen doen.

Het belangrijkste doel van de conferentie is de investeringen in zowel fossiele als in de hernieuwbare energiesector verder aan te zwengelen. Het opvoeren van meer investeringen in fossiel, dat klinkt wellicht controversieel in deze tijden van de energietransitie. Echter zoals wij al vaker in onze kwartaalberichten hebben toegelicht, hoeven deze twee elkaar niet uit te sluiten. Het is namelijk een utopie om aan te nemen dat de wereld over 20-30 jaar volledig op duurzame energie zal draaien. De grootste klimaatwinst zal hem zitten in het vervangen van het aandeel aan kolen in de wereldwijde energie mix. Dit zal echter niet lukken met windmolens en waterkrachtcentrales alleen.

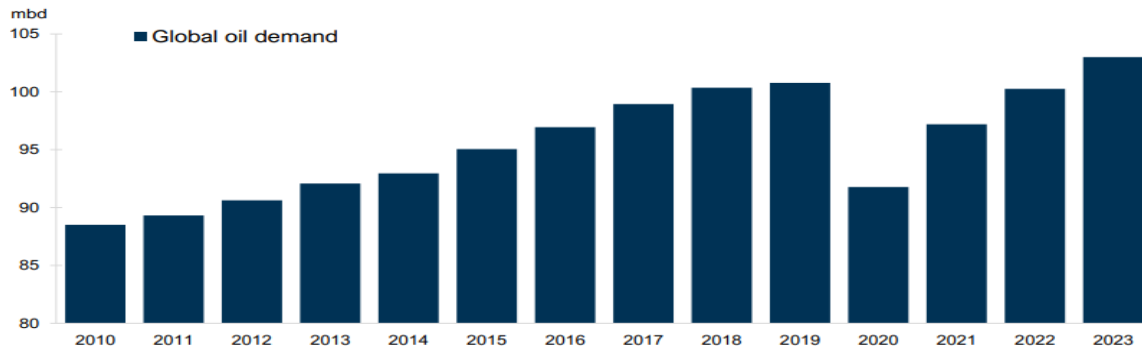
Het ontmoedigingsbeleid om olie- en gasbedrijven te laten investeren heeft geleid tot een periode van 9 jaar onder-investeringen met als gevolg hogere prijzen vanwege toenemende schaarste. Schaarste in olie? Ja die is er zeker. Op dit moment gebruikt de wereld 102 miljoen vaten olie (van 158 liter) per dag. In het vierde kwartaal van dit jaar wordt er echter een tekort verwacht van 2 miljoen vaten op de dagelijkse vraag. De productie kan de vraag niet bijbenen.

De belangrijkste manier om de prijzen te drukken is meer te investeren om aan de stijgende vraag te voldoen en het betaalbaar te houden voor de consument en industrie. De wereld is (helaas) zeer afhankelijk van olie. Zelfs tijdens het hoogtepunt van de corona crisis gebruikte de wereld nog meer dan 90 miljoen vaten olie per dag (zie het blauwe staafje in de onderstaande tabel van 2020). De wereldwijde afhankelijkheid van olie gaat veel verder dan de auto, boot of het vliegtuig alleen. Voor de productie van plastic is ook veel olie nodig bijvoorbeeld.

En dan heeft OPEC+ onder aanvoering van Saoedi Arabië de oliekraan ook nog eens verder dichtgezet teneinde de olieprijs hoog te houden. Ondertussen heeft de Verenigde Staten te maken met de laagste stand van de strategische oliereserves sinds de jaren '80. Belangrijk is juist nu te investeren in olie, met name in bestaande faciliteiten (en niet in het zoeken naar nieuwe olie op diepzee) want bestaande faciliteiten leveren minder olie op het moment dat de investeringen teruglopen.

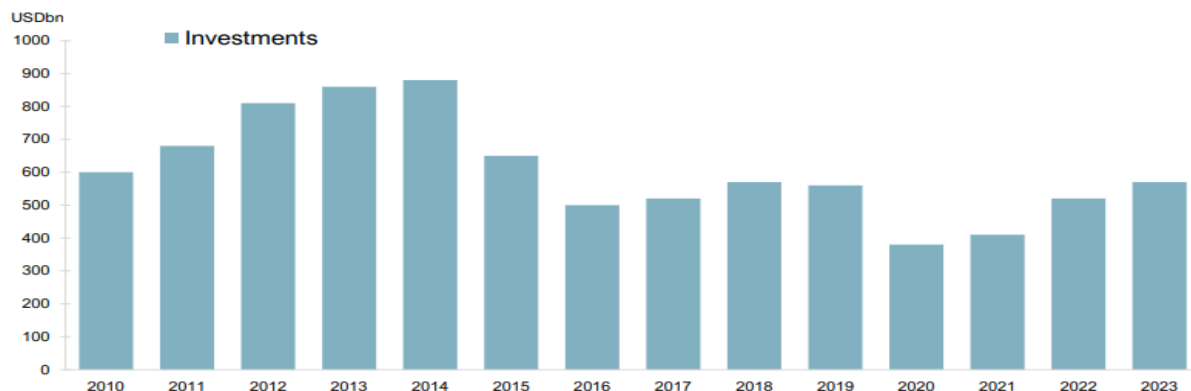
Zie hiervoor de grafiek met de lichtblauwe staafjes. Conclusie: de investeringen lopen al jaren lang achter, en de vraag loopt op (donkerblauwe staafjes grafiek).

Global oil demand is record-high



Source: Pareto Securities Equity Research, IEA, Bloomberg, Rystad

Global E&P spending is still down 35% from 2014



Source: Pareto Securities Equity Research, Company data

Door veel beleggers (zoals pensioenfondsen) wordt de fossiele sector momenteel gemeden. Zij hebben een draai gemaakt naar het investeren in groene energie hetgeen natuurlijk toegejuicht kan worden vanuit moreel oogpunt. Echter door de gestegen rente (het einde van het gratis geld tijdperk) zijn vele projecten onrendabel en zijn de verliezen die gemaakt worden door bedrijven zoals VESTAS Windsystems enorm te noemen. Wij zijn natuurlijk niet tegen investeringen in groene energie maar een fundamenteel winstgevend bedrijfsmodel ontbreekt bij veel van dit soort bedrijven.

Uiteraard hebben wij in Oslo ook met onze bestaande deelnemingen in de portefeuille gesproken over de huidige impasse tussen Koerdistan, Turkije en Irak. In februari/ maart van dit jaar bepaalde een Parijse rechtbank dat Turkije 1,5 mrd dollar aan betalingen moet doen en vanaf dat moment is de pijpleiding tussen Turkije en Irak gesloten.

Dit betekent een gemis van circa een half miljoen vaten olie per dag. Een half procent van de wereldwijde vraag per dag ontbreekt op dit moment. Een gigantisch aantal op wereldwijde schaal.

De situatie is wat ons betreft voorbij het rationele gegaan. Hiermee bedoelen we dat het relatief eenvoudig zou moeten zijn de export weer te hervatten en daarna verder te praten over de voorwaarden. Inmiddels is de staat Irak al 5 miljard dollar aan inkomsten misgelopen terwijl zij met het laten vallen van een 1,5 mrd claim op Turkije weer aan de slag kunnen. Er zijn echter veel politieke belangen en stromingen die meespelen in dit geschil.

Wij merkten tijdens de conferentie en de gesprekken die we voerden dat zelfs tot het hogere diplomatieke niveau in de VS wordt gezocht naar een oplossing. De belangen zijn duidelijk. Hervatting van de export van olie kan bijdragen aan het laten dalen van de krapte op de oliemarkt en de door de VS zo vurig gewenste lagere prijzen. Joe Biden moet immers opgaan voor zijn herverkiezing in 2024 en dat gaat nu eenmaal wat makkelijker als de gemiddelde Amerikaan niet teveel pijn voelt aan de benzinepomp.

Wat goed is om te zien is dat bijvoorbeeld Gulf Keystone, door middel van het schrappen van kosten en het opvoeren van binnenlandse verkopen, in ieder geval operationeel winst maakt. Het is natuurlijk niet de gewenste situatie maar het maken van verliezen is in ieder geval gestopt. We hebben er vertrouwen in dat alle partijen elkaar binnen afzienbare tijd kunnen vinden aangezien dat voor iedereen beter is. Wanneer dat is is lastig te zeggen. De laatste ontwikkelingen (2 oktober 2023) zijn echter hoopgevend. Van Turkse zijde zijn de meeste bezwaren om de export te hervatten weggenomen (bron: Reuters en Bloomberg- *Turkey says to re-start operations of Iraq oil pipeline this week*).

Renewi – Brits-Nederlandse afvalverwerker krijgt overnamebieding

Tot slot nog een kort laatste bericht uit de portefeuille. In 2021 namen wij Renewi op in de portefeuille en hebben we u hierover bericht via de kwartaalbrief. Sindsdien zijn we niet stil blijven zitten en hebben we op regelmatige basis door middel van fysieke bezoeken contact met het bedrijf gehad. Woensdag 4 oktober 2023 bezoeken wij tevens de beleggersdag van Renewi. Op het moment dat u deze brief leest is dit moment natuurlijk al geweest.

Deze beleggersdag wordt extra interessant aangezien er eind september een overname bieding is gekomen op geheel Renewi. Het Australische investeerders fonds Macquarie heeft een bod neergelegd van 7,75 GBP per aandeel. Dit bod is door het management van Renewi vooralsnog afgewezen. Dit spel lijkt echter nog niet gespeeld. Het huidige bod waardeert Renewi op 8.4 keer de winst voor belastingen, rente en afschrijvingen. Overnames in de sector van de voorbije jaren waren gemiddeld in een bandbreedte van 9-12 keer de winst. Onze inschatting is dat Renewi tegen de juiste waardering en voorwaarden best bereid is om te praten over een beursexit.

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.