

## Kwartaalverslag Q3 2024

De zomerperiode was voor veel ondernemingen een allerm minst rustige periode. Veel bedrijven rapporteerden de resultaten over het eerste half jaar en uiteraard werden deze nieuwsberichten door beleggers met veel aandacht gevolgd.

In de wereldwijde markten zagen we vooral veel invloeden die te maken hadden met de rente en de macro economische ontwikkelingen in Amerika. U weet uiteraard, de rente is door de FED en de ECB tijdenlang hoog gehouden om de inflatie het hoofd te bieden. Inmiddels zijn beide centrale banken begonnen met het verlagen van de beleidsrente maar de vraag blijft in hoeverre de hoge rente de economische groei beïnvloedt. Hiernaast zijn er tal van geopolitieke spanningen die geen nadere toelichting behoeven maar deze zijn wel degelijk van invloed op de koersen van veel ondernemingen.

## Wat gebeurde er zoal in Q3?

### Yen carry trade

Meest in het oog sprong echter de datum van maandag 5 augustus j.l.. Deze dag verloor de Japanse hoofdindex Nikkei liefst 12% aan waarde. Het betekende de slechtste beursdag sinds 'Black Monday' 1987. De daling werd gedreven door macro economische zorgen maar beleggers maakten hardhandig kennis met het fenomeen 'carry trade'. Wat gebeurde was het volgende. De 'carry trade' is een handeling waarbij beleggers geld lenen in een land met lage rentetarieven, zoals Japan, en beleggen in valuta's met een hogere rente, zoals de Amerikaanse dollar. Zo kon een belegger Yen's lenen voor ongeveer 0,5 procent rente en een veilige Amerikaanse investering vinden voor ongeveer 5,5 procent opbrengsten. Het lijkt een spel zonder nieten en dat was het dus ook. Het is niet verrassend dat de carry trade erg populair is geworden bij financiële handelaren, bedrijven en zelfs particulieren die de techniek hebben gebruikt om hypotheek te betalen.

Het enige potentiële probleem is als de wisselkoers tussen de twee landen begint te veranderen. In dit geval betekent een sterkere Yen dat de belegger meer Dollars nodig heeft om de lening terug te betalen, waardoor de winst mogelijk wordt weggevaagd en er toenemende verliezen achterblijven. Dit alles kwam samen op maandag 5 augustus toen een snel stijgende Yen een dalende aandelenmarkt voedde, wat op zijn beurt leidde tot een grotere afwikkeling van wat bekend staat als 'Yen shorts', weddenschappen dat de Yen verder zal dalen. Een beurscrash was het gevolg. De Nikkei is inmiddels weer aan een opmars bezig, echter de index staat nog niet boven de niveau's van eerder deze zomer.

### Ontwikkelingen in de portefeuille

Het waren wisselende weken op de beurzen en ook in de portefeuille hadden we daarmee te maken. Zo daalde de prijs van een vat Brent olie van 87 USD naar 71. Het nieuws was dat Saoedi-Arabië mogelijk niet meer vasthoudt aan haar doelstelling de prijs van een vat olie naar 100 USD te brengen (bron: Financial Times).

Dit heeft uiteraard invloed op het sentiment rondom aandelen als Gulf Keystone, Genel, DNO, Petrotal en Diversified Energy. Al deze bedrijven leverden terrein in op de beurs. Ook de oliemajors verloren procenten aan beurswaarde.

Er zijn ook bedrijven die juist profiteren van macro economische onzekerheden. De goudprijs is dit jaar al flink opgelopen tot boven de 2.600 USD per ounce. Dit geeft Aris Mining flink wat wind in de rug in een toch al mooie opmars van de goudproductie de laatste jaren. Aangezien dit aandeel al 45% koerswinst heeft geboekt dit jaar hebben we besloten om op mooie koersniveau's een stukje van deze positie te verkopen en winst te nemen.

Zoals u eerder heeft kunnen lezen zijn er in het laatste jaar diverse nieuwe bedrijven in de portefeuille opgenomen. Dit kwartaal zijn we bezig geweest met het verder uitbreiden van de weggingen in de aandelen Phoenix Group holdings, Marlowe en OneSaving Bank (OSB Group). Ook in het Hong Kong Value Fund zijn we bezig met het introduceren van mooie nieuwe beleggingen zoals **First Pacific, Cosco Shipping, Brilliance Automotive en A-Living.**

### **Marlowe**

Na de eerste afsplitsing van de Software divisie eerder dit jaar kwam **Marlowe** recent weer naar de markt met het plan de business unit **Optima Health** te gaan afsplitsen en een aparte notering te geven op de beurs. Voor ons was dit een hernieuwde bevestiging van het idee dat Marlowe opgesplitst veel meer waarde vertegenwoordigt dan de verschillende activiteiten samen. Beleggers hebben inmiddels het superdividend van 1,55 GBP (van de verkoop van de software divisie) mogen ontvangen. Hierdoor resteert nog 400 miljoen GBP aan beurswaarde. Het apart noteren van Optima Health en hierdoor het feitelijk standalone noteren van de TIC divisie van Marlowe geeft beide bedrijfsonderdelen de gelegenheid een eigen beleid te voeren en zo optimale waarde te creëren. De TIC divisie heeft in Engeland een top 3 positie in een zeer gefragmenteerde markt voor brandveiligheidsinstallaties, compliance en diverse gerelateerde diensten. TIC heeft jarenlang vooropgelopen in de consolidatie en kan zeer goed alleen verder opereren maar zeker ook onder de vleugels van een externe investeerder. Bovendien is de waardering ten opzichte van marktconcurrenten nog aan de lage kant. Genoeg reden om enthousiast te blijven over de groep.

### **OneSavings Bank (OSB Group)**

We hebben de tegenvallende resultaten van **OSB Group** aangepakt om de wegging verder op te hogen. Tijdens de recente presentatie van de halfjaarcijfers bleek de netto rentemarge die de bank maakt op het leningenboek lager te zijn dan eerder verwacht. Eerder dit jaar stelde de bank de verwachte rentemarge ook al neerwaarts bij. De resultaten waren een teleurstelling voor de markt. Positief was dan weer dat het management bekend maakte het interim-dividend te verhogen. We denken dat de onderneming in staat is de resultaten in de toekomst weer te verbeteren en hierom hebben we de gemiddelde wegging in de portefeuille opgehoogd naar ongeveer twee procent.

## Irish Residential

Deze zomer kwam **Irish Residential Properties (IRES)** naar buiten met de uitkomst van een strategische heroriëntatie. De onderneming stond feitelijk een tijdje in de etalage om te worden verkocht. De uitkomst is dat het management doorgaat op de huidige weg en de onderneming dus blijft bestaan in de 'oude' vorm. De korting van meer dan 30% op het Ierse vastgoed (bestaande uit appartementen en woonhuizen in Dublin) is nog steeds significant. Nadeel is dat de onderneming gebonden is aan strikte huurregulatie en daardoor kunnen hogere kosten maar voor een klein deel worden doorberekend in de verhuurprijs. Onze case was altijd dat die korting op het vastgoed ten opzichte van de beurswaarde minder moest worden. Wellicht zouden er ook gegadigden zijn om alle ruim 3.700 objecten te kopen zoals een pensioenfonds of een private investeerder. Dit momentum lijkt voor nu verdwenen en we hebben het deel van de aandelen dat we eerder op 90 eurocent kochten van een Canadese investeerder, na ontvangst van dividend van netto 1,1 cent, deels weer verkocht. Nog steeds vinden we Irish Residential aantrekkelijk gewaardeerd, is er weinig neerwaarts risico en ontvangt de belegger per jaar ook nog eens 4 tot 5% dividendrendement. Bovendien kent de Ierse economie sterke groei vooruitzichten voor de komende jaren en heeft de Ierse overheid een begrotingsoverschot van liefst 9 miljard euro. Er is echter een enorm huizen tekort in deze markt, wat als de huurregulatie enigszins wordt losgelaten, de portefeuille van IRES in de kaart kan spelen.

## THG Plc

Veel aandacht hebben wij de laatste drie jaar besteed aan **THG Plc**. THG kwam 17 September jl. met resultaten over het eerste half jaar en die vielen helaas tegen. In de divisie gezonde voeding was er flinke tegenwind van de zwakke Yen en het herpositioneren van de merken. De cosmetica divisie deed het naar behoren. THG meldde de marketing (Ingenuity) divisie af te willen splitsen van de twee andere divisies om zo een sterke kasstroom genererende kern over te houden. Hoewel dit een goed plan is om de echte waarde van de divisies eruit te laten komen, heeft het volgens ons pas echt substantie als er een andere investeerder komt die mee gaat doen in de groep. Tot op heden heeft THG alle mogelijke bieders op (delen van) het bedrijf weggehouden omdat THG zelf de zeggenschap wil houden. Gezegd moet worden dat dit nog niet heeft geleid tot de waarderingen van de huidige groep die we in het begin van de investering in '21 voor ogen hadden. Het had ook echter zomaar anders kunnen aflopen toen Apollo Private equity zeer dicht bij een deal was in 2023.

De groep werkt onophoudelijk verder aan de versterking van de merken en we zullen moeten afwachten wanneer dat haar vruchten zal gaan afwerpen. We hebben het idee dat het management nu eindelijk ook graag de markt wil laten zien dat ze het bij het verkeerde eind heeft. Aangezien er nu concrete plannen liggen de groep op te gaan splitsen en de THG kerngroep (Nutrition en Beauty) bovendien naar de hoofdingex in Engeland gaat, zijn dat zeker ontwikkelingen die in het oog springen.

## Pareto Energy Conferentie

Traditiegetrouw hebben wij in september een bezoek gebracht aan de **Pareto Energy en Renewables conferentie in Oslo**. We hadden zo de gelegenheid gesprekken te voeren met huidige bedrijven in de portefeuille en mogelijk toekomstige. Gesprekken die hier gevoerd worden zijn altijd waardevol omdat er toch meer gezegd en besproken kan worden dan via een videoverbinding of via een persbericht. De conferentie kende meer dan 160 presenterende bedrijven en meer dan 2.000 bezoekende investeerders. Samenvattend riep de conferentie op tot het opvoeren van de investeringen in zowel de fossiele als in de groene energie sector teneinde de nog immer stijgende wereldvraag bij te benen en de afhankelijkheid van landen als Rusland en China verder te verminderen.

Uiteraard ook onderwerp van gesprek is het nog onopgeloste probleem van de Ceyhan pijpleiding tussen Koerdistan Irak en Turkije. Hoewel een doorbraak ieder moment kan plaatsvinden, wordt het geduld van alle stakeholders flink op de proef gesteld. Wel zien we dat alle bedrijven die hier actief zijn al een tijdje positieve kasstromen genereren door middel van het lokaal afzetten van de olie. Het heeft ertoe geleid dat bijvoorbeeld **DNO ASA** het dividend al verder kon verhogen. **Gulf Keystone** kondigde een aandelen terugkoop-programma en een dividenduitkering aan, en **Genel** zag kans haar schuld met meer dan 100 miljoen terug te dringen door het terugkopen van obligaties. Dit is een tastbaar bewijs van de sterkte van de balans van deze bedrijven. Wie de sommen maakt zal concluderen dat deze bedrijven zelfs onder de huidige omstandigheden erg goedkoop gewaardeerd zijn op de beurs. Waarbij er nog steeds de mogelijkheid is ('not if, but when', als we de kenners mogen geloven) dat er een oplossing komt in de impasse en de export naar Turkije hervat kan worden. In het voorbije kwartaal daalden de koersen wel, mede vanwege de eerder gememoreerde daling van de olieprijs en het uitblijven van een oplossing omtrent de export. In de contacten met het management van genoemde bedrijven merken we desalniettemin dat er op de achtergrond hard gewerkt wordt aan oplossingen die mogelijk ook nog eens een betere situatie kunnen creëren dan vóór de exportban. Gedacht moet dan worden aan snellere betalingen van de geleverde producten en kortere politieke lijnen.

## Impellam - HeadFirst

Voor we nog wat dieper ingaan op enkele nieuwe namen in het Hong Kong Value Fund willen we nog even stilstaan bij het in de portefeuille genoteerde **HeadFirst**. Dit zijn twee (oorspronkelijk drie) obligaties die voortgekomen zijn uit de overname van **Impellam** Group door het Nederlandse HeadFirst. Deze overname bestond uit een groot deel cash, enkele afsplitsingen (Heather Ventures en Tapir Holdings) en uitgifte van drie obligatieleningen. Positief was het om te zien was dat één van de leningen direct al na 1 maand vervroegd werd afgelost met een premie op pari (108%). De overige twee leningen kennen een looptijd tot in 2025 en 2027. Deze obligaties kennen aantrekkelijke uitkeringen aan het eind van de looptijd. De verhandelbaarheid van deze stukken is vooralsnog erg gelimiteerd aangezien het nog geen officiële beursnotering heeft maar op een Brits handelsplatform genoteerd is. Wie enthousiast was over Impellam kan dat ook zeker zijn over HeadFirst maar we moeten zien hoe zich de komende jaren gaan ontwikkelen.

Door de overname zijn er geen 'eeuwig durende' aandelen meer maar obligatieleningen met een looptijd en dat geeft toch een nieuwe dynamiek kijkende naar de investering in Impellam die dus HeadFirst is geworden.

## HONG KONG

Ook in het Hong Kong Value Fund zijn we ondanks de koersmatige tegenwind bezig met het introduceren van mooie nieuwe beleggingen zoals **First Pacific, Cosco Shipping, Brilliance Automotive en A-Living**. Om dit te financieren zijn een aantal grotere posities verkleind met als doel de spreiding van de portefeuille te vergroten. Hierbij een korte introductie van deze bedrijven en de beweegredenen om ze op te nemen in het fonds.

### First Pacific

**First Pacific** is een investeringsmaatschappij met strategische belangen in defensieve sectoren zoals telecom, voeding en tolwegen. Deze bedrijven zoals PLDT, Indofood en Metro Pacific tonen gezonde groei en keren een aantrekkelijk en groeiend dividend uit. De gezamenlijke waarde van deze belangen is echter veel hoger dan de beurskoers van First Pacific en de aandelen worden op een korting van ongeveer 45% op de beurs verhandeld. In het vierde kwartaal van 2023 heeft First Pacific het Filipijnse Metro Pacific in zijn geheel overgenomen en dit biedt de mogelijkheid om delen ervan in de komende jaren tegen hogere waarderingen elders naar de beurs te brengen. Dit zal een verder positief effect hebben op de waarde van First Pacific. De dividenden die worden ontvangen geven ook de ruimte zelf een aantrekkelijk en stijgend dividend uit te keren. Bij de huidige koers bedraagt het dividendrendement reeds 6.3% en we verwachten dat dit de komende jaren verder kan stijgen.

### Cosco Shipping International

**Cosco Shipping International** is een dochteronderneming van Cosco Shipping en levert diensten en coatings aan de scheepvaartindustrie. Deze sector presteert goed en Cosco Shipping International weet hier goed van te profiteren. Daarnaast heeft het bedrijf een grote kaspositie, die nagenoeg net zo groot is als de beurswaarde, waar door de gestegen rente eindelijk een aantrekkelijke rente op wordt ontvangen. Aangezien de onderneming al een zeer sterke balans heeft is besloten alle winst aan de aandeelhouders uit te keren. Dit komt bij de huidige koers uit op een dividendrendement van meer dan 10%.

### Brilliance Automotive

**Brilliance** is sinds 2003 de joint venture partner van BMW in China. In 2022 is de helft van dit belang in de joint venture (BBA) verkocht aan BMW voor een bedrag van 29 miljard RMB. De opbrengst van deze verkoop is door Brilliance de laatste jaren gefaseerd aan aandeelhouders uitgekeerd.

Nadat ze bekend maakte wederom een dividend te overwegen in het derde kwartaal van 2024 hebben we de aandelen aan het fonds toegevoegd. Na aankoop werd bekend dat de hoogte ervan veel hoger uitkwam dan gedacht en de beurskoers reageerde zeer positief op dit nieuws.

### **A-Living**

**A-living** levert diensten aan woningeigenaren en vastgoedontwikkelaars. Door de vastgoedcrisis in China is de omzet aan vastgoedontwikkelaars weggevallen en is het maar de vraag of de uitstaande vorderingen wel zullen worden betaald. De aandelenkoers is de laatste jaren als gevolg hiervan gedecimeerd en we zijn op een niveau aanbeland dat het geen recht doet aan de waarde van de onderneming. Een mooi koopmoment voor ons. Het bedrijf heeft namelijk een netto kaspositie die groter is dan de beurswaarde en de diensten die aan woningeigenaren (property management) worden geleverd zijn relatief stabiel en hebben een terugkerend karakter. In de afgelopen periode is er reeds veel afgeschreven op uitstaande vorderingen en dit heeft tot grote verliezen geleid. Zodra deze voor een belangrijk deel wegvallen zal de onderliggende winstgevendheid beter zichtbaar worden en naar verwachting leiden tot een hogere aandelenkoers.

### **Macro economische ontwikkelingen China**

De laatste weken zien we flinke koersstijgingen op de diverse Chinese beurzen. Zoals wellicht bekend heeft de Chinese economie het al enige tijd erg zwaar. Een flinke vastgoedcrisis heeft diepe sporen achtergelaten en het consumentenvertrouwen is mede hierdoor beland op historisch lage niveaus. Dat het Chinese bureau voor statistiek al enige tijd geen werkloosheidscijfers voor de jeugd meer uitgeeft zegt wat dat betreft ook genoeg over de arbeidsmarkt. Recent heeft de Chinese overheid enkele substantiële ingrepen aangekondigd om de vraagkant van de economie te stimuleren. Tot op heden werd alleen gekeken naar de aanbodzijde (de bedrijven) te helpen, maar uiteindelijk is iedereen erbij gebaat dat de consument weer vertrouwen krijgt om grotere en kleinere aankopen te doen. Leenvoorwaarden zijn versoepeld en banken krijgen extra kapitaal toegespeeld. Aandelenbeurzen reageerden zeer positief. Uiteraard kijken we met aandacht naar de recente ontwikkelingen om te zien in welke mate de stimulans effect sorteert en de economie weer aan beterende hand gaat komen na enkele zware jaren.

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.