

Kwartaalverslag Q4 2024

Afgelopen kwartaal is gestart met het herpositioneren van enkele namen in de portefeuille. De komende periode zullen we toewerken naar een breder gespreide portefeuille met een versterkte focus op kasstroomgeneratie. De mate waarin ondernemingen een gezonde kasstroom genereren vormt uiteindelijk de basis voor het dividend dat ze kunnen uitkeren aan aandeelhouders. Daarnaast biedt het ruimte voor additionele investeringen, schuldreductie en/of aandeelhoudersvriendelijke acties zoals bijvoorbeeld de inkoop van eigen aandelen. Het geeft de onderneming ruimte om in te spelen op investeringskansen of gebruik te maken van een (té) lage aandelenkoers. Dit heeft in het afgelopen kwartaal reeds geleid tot een aantal mutaties in de portefeuille. Zo zijn **Aker ASA, ABN AMRO, Chesnara, Bekaert, Fugro en Mitie Group Plc** nieuw aan de portefeuille toegevoegd. Daarnaast hebben we bijgekocht in **NN Group, Koninklijke Bam Groep, Knights Group en OneSavingsBank** (OSB Group). Verkocht werd onder andere de gehele positie in **THG** en werden de posities in **Fannie Mae** en **Himax** gedeeltelijk verkocht. Dit lichten wij graag later in deze rapportage toe.

Ontwikkelingen kernportefeuille

In december sprong het aandeel **Himax Technologies** in het oog. Analisten schreven over de mogelijkheid dat Himax haar Wafer-Level-Optics (WLO) technologie kan afzetten bij grote chipbedrijven zoals TSMC en Nvidia. Indien dit gebeurt is Himax in staat te profiteren van een flinke operationele hefboom. Himax heeft al meer dan 500 miljoen optische componenten voor 3D-sensoren en meer dan 50 miljoen *imaging* lenzen voor mobiele apparaten geproduceerd. De WLO-technologie wordt gebruikt in diverse toepassingen, waaronder Augmented Reality/Virtual Reality, holografische displays (dat zijn 3D schermen zonder een 3D bril te hoeven gebruiken) en medische inspectieapparatuur.

Dit is niet de eerste keer dat Himax in verband wordt gebracht met Nvidia en daarom blijven we de ontwikkelingen met interesse volgen. Er is namelijk reeds een bestaand partnership met Nvidia. Hoewel Himax' omzet erg conjunctuurgevoelig is, zien wij ook een sterke balans (zonder schuld), een bestuur met een ruimhartig dividendbeleid en hoogstaande technologie die bij kan dragen aan de digitalisering en AI. Hiernaast is er recent een nieuw aandeleninkoopprogramma gestart. Het aandeel steeg fors op het analisten bericht.

Andere ontwikkelingen waren er bij **THG Plc**. THG plc is het online voedings- en cosmeticabedrijf uit Manchester waarover wij u enkele keren hebben bericht. Het management maakte afgelopen kwartaal eindelijk de langverwachte splitsing bekend. Deze splitsing van de marketing- en fulfillment divisie (Ingenuity) is bedoeld om de waarde die de groep in theorie vertegenwoordigt, te ontsluiten. Het idee is altijd geweest dat de groep opgesplitst veel meer waarde vertegenwoordigt dan de huidige groep samen.

De afsplitsing van Ingenuity kon echter niet meer met eigen middelen worden gefinancierd en een aandelenplaatsing was noodzakelijk om deze divisie voldoende geld mee te geven om de toekomstige investeringen te kunnen bekostigen. Dat betekent ook dat het resterende THG met de bestaande schuldenlast achterblijft.

De waarde waarvoor Ingenuity uiteindelijk is afgesplitst steekt schril af ten opzichte van de lovende verhalen die het management de laatste jaren over deze divisie heeft gecommuniceerd. Een zeer negatief element aan de transactie is het feit dat Ingenuity wordt afgesplitst in een niet beursgenoteerde entiteit. Dit is een ongewenste situatie.

Gezien de verslechterde operationele prestaties, het gebrek aan kasstromen, de schuldenlast die nagenoeg in zijn geheel achterblijft bij het resterende THG en de acties van het management is besloten de situatie niet verder af te wachten. We hebben de positie THG in zijn geheel verkocht.

Gemfields kwam afgelopen kwartaal met twee veilingberichten. De veiling van de edelstenen robijnen en smaragden zijn altijd een belangrijk meetmoment voor de omzetontwikkeling van Gemfields. Duidelijk is dat Gemfields door een lastige periode gaat. Nadat de groep in 2022 en 2023 record omzetten en winsten realiseerde valt nu de vraag naar edelstenen terug en dit valt onfortuinlijk samen met een flink investeringsprogramma om de productiefaciliteiten voor de toekomst te verdrievoudigen. Hierdoor verslechtert de financiële positie van Gemfields en zal de onderneming over 2024 en 2025 naar verwachting geen dividend kunnen uitkeren.

Hoewel de investment case op de lange termijn veelbelovend kan zijn als de vraag naar edelstenen weer aantrekt zien wij op de korte termijn echter wel risico's. Daarom is de positie in de portefeuille gereduceerd. Het resterende deel houden we aan wetende dat Gemfields met de toegenomen capaciteit sterk kan profiteren zodra de vraag naar edelstenen herstelt.

Fannie Mae was afgelopen kwartaal één van de bedrijven waar een duidelijk Donald Trump effect zichtbaar was. Trump is een fervent voorstander van het uit het *conservatorship* halen van deze grote hypotheekverstrekker uit de Verenigde Staten. Het onder curatele stellen van Fannie Mae dateert nog van de kredietcrisis uit het eerste decennium van deze eeuw. Door de verkiezing van Trump als president werd dit idee nieuw leven ingeblazen en vlogen de koersen van Fannie Mae en de afgeleide instrumenten (zoals preferente aandelen) omhoog. De jaarwinst van het aandeel Fannie Mae kwam uit op ruim 140% en de preferente aandelen winnen zelfs meer dan 200%. Omdat het daadwerkelijk uit *conservatorship* halen van Fannie Mae echter nog ver weg is en tevens, naar verluid, gepaard gaat met een flinke aandelenemissie hebben wij besloten om in stapjes stukken te verkopen en momenteel zijn we uitgekomen op een weging van circa 0,5% in de portefeuille.

Nog zeer het benoemen waard is het hernieuwde overnamebod op afval-recycling bedrijf **Renewi**. In een eerder kwartaalbericht schreven wij al over de transitie en de interessante marktpositie van Renewi. Het bedrijf rekende af met een verlieslatend langlopend contract om huisvuil op te halen in het Verenigd Koninkrijk. Renewi is als bedrijf in een sterke positie te profiteren van verdere Europese uitrol op het gebied van duurzaamheid en recycling. In de loop van 2024 was er globaal sprake van prijsdruk op diverse nieuwe grondstoffen hetgeen tot gevolg had dat bedrijven die gerecyclede producten probeerden te verkopen ook te maken kregen met prijsdruk. Samen met de verkoop van de Britse activiteiten (Municipal) maakte het 2024 tot een overgangsjaar voor Renewi. Wel werd er voor het eerst een bescheiden dividend betaald.

Het is natuurlijk gemakkelijk om te zeggen, maar in het 2^e kwartaal schreven we al dat het niet ondenkbaar zou zijn als er wederom interesse zou zijn Renewi over te nemen.

Eind november was daar wederom Macquarie Group (een Australische investeringsbank) met een bod om voor 8,70 GBP (10,47 Euro) het hele bedrijf van de beurs te halen. Het bod is nog niet definitief maar het bestuur beveelt het bod aan aan de aandeelhouders. Dit betekent een forse premie ten opzichte van de beurskoers van vóór het bod van meer dan 50%. Het toont maar weer eens aan hoe sterk ondergewaardeerd sommige bedrijven zijn op de beurs.

Enkele nieuwe posities uitgelicht

Aker is een investeringsmaatschappij met belangen in met name olie- en offshore gerelateerde ondernemingen. De waarde van de investeringen is significant hoger dan de beurswaarde van Aker en de aandelen handelen op een korting van ongeveer 25%. Het grootste belang van Aker is een belang in de Noorse olieproducent AkerBP. AkerBP heeft een aantal zeer aantrekkelijke aspecten. Het heeft lage productiekosten per barrel, toenemende dividendbetalingen aan aandeelhouders, een sterke balans en een gezonde ontwikkeling van de productie. Een andere belangrijke investering is een belang van 50,5% in Cognite. Dit is een interessante technologie onderneming die AI gerelateerde software levert en die de afgelopen jaren een indrukwekkende groei heeft doorgemaakt. Deze groei is nog niet tot uiting gekomen in de boekwaarde van Aker aangezien de waarde van Cognite wordt gebaseerd op de laatste transactiewaarde in 2021. Indien het management besluit Cognite via een IPO naar de beurs te brengen zal dit naar verwachting een positieve bijdrage leveren aan de boekwaarde van Aker.

Een positieve ontwikkeling bij Aker is er op het gebied van het dividend dat Aker aan aandeelhouders betaalt. In het verleden werd er 2%-4% van de intrinsieke waarde uitgekeerd. Bij de publicatie van de derde kwartaalcijfers werd deze doelstelling significant verhoogd naar 4%-6%. Daarbij werd direct een aantrekkelijk dividend uitbetaald in het vierde kwartaal. Een potentiële beursgang van Cognite, de aanpassing van het investeringsbeleid naar hoger kasstroomgenerende ondernemingen en het aangepaste dividendbeleid vormen de basis voor meer aantrekkelijke dividenden in de komende jaren. Op basis van het dividend dat in 2024 is betaald worden de aandelen op een dividendrendement van 8,8% verhandeld.

Chesnara is een Britse verzekeraar die zich gespecialiseerd heeft in het beheren van levensverzekeringen en pensioenen en die activiteiten heeft in Nederland, Groot-Brittannië en Zweden. In Nederland is het bedrijf bekend van De Waard verzekeringen dat Chesnara in 2015 heeft overgenomen en recent heeft het ook een verzekeringsboek van Legal & General overgenomen in Nederland. Met een sterke balans en een toenemend aanbod van verzekeringsboeken is het de verwachting dat we de komende periode op het gebied van overnames meer activiteit zullen zien. Uiteindelijk zal dit het dividend van Chesnara verder ondersteunen. Hier heeft de onderneming de laatste 20 jaar een indrukwekkende prestatie geleverd. Chesnara heeft over die periode namelijk ieder jaar het dividend per aandeel weten te verhogen. We verwachten dat met de sterke balans en goede operationele ontwikkelingen dit track record kan worden voortgezet en ook de komende jaren het dividend kan worden opgehoogd. Het huidige dividendrendement van de aandelen bedraagt reeds 9,3%.

OVMK Hong Kong Value Fund

Afgelopen kwartaal sprongen nieuwsberichten van een tweetal ondernemingen in het oog.

Brilliance, de partner van BMW in China, kwam uit met een officieel dividendbeleid. Na de verkoop van een deel van zijn belang in de joint-venture met BMW is de laatste jaren in de vorm van speciale dividenden kapitaal teruggegeven aan aandeelhouders. Door het uitzonderlijke karakter van deze dividenden was er onduidelijkheid over de toekomstige betalingen en door het formuleren van een officieel beleid werd een einde gemaakt aan deze onduidelijkheid. Vanaf heden zal tenminste 50% van de winst in de vorm van dividend worden uitgekeerd. De aandelenkoers reageerde dan ook positief op dit bericht.

Ook **First Pacific** kwam met positieve berichten. In de vorige kwartaalrapportage schreven we al over deze nieuwe belegging en spraken we over het feit dat de onderneming onderdelen van het overgenomen Metro Pacific weer naar de beurs kan brengen tegen aantrekkelijke waarderingen. In december werd via een persbericht bekend gemaakt dat het voornemens is het waterbedrijf in de Filipijnen separaat naar de beurs te brengen. Wij verwachten dat dit een positief effect zal hebben op de intrinsieke waarde van First Pacific.

Tenslotte willen wij de uitzonderlijk lage waarderingen van onze ondernemingen in Hong Kong benadrukken. Zo is bijvoorbeeld de financiële positie sterk en een belangrijk deel van de ondernemingen heeft zelfs netto meer geld in kas dan de gehele waarde op de beurs. Daarbij keren de bedrijven ruim dividend uit en dit resulteert voor het OVMK Hong Kong Value Fund in een dividendrendement van nu ~8% per jaar.

OVMK Special Bond Fund

2024 was een beneden gemiddeld jaar voor het OVMK Special Bond Fund met een rendement van circa +4%. Er zijn onderliggend de nodige wijzigingen aangebracht om de obligatieportefeuille te voorzien van nieuw elan nadat er enkele beleggingscases zijn uitgespeeld. Zo was daar in het 4^e kwartaal de vervroegde aflossing van de **HKN 12% obligatie** en ook de **Genel 9,25% obligatie** werd grotendeels afgelost waardoor er een flink deel van de portefeuille vrij kwam. Dit hebben wij deels omgezet in het uitbreiden van de **DNO 9,25% obligatie**, de **Enquest 9% obligatie** en de **International Personal Finance 10,75% obligatie**.

Verder noemenswaardig in 2024 was de gang van zaken met de **Aroundtown 1,625% obligatie**. Deze lening kochten wij in de zomer van 2024 voor 52% van de nominale waarde en we waren in staat bij een koers van 97% afscheid te nemen. Overreactie van de markt, een sterk verbeterende balans, verbeterende operationele kasstroom en de aantrekkende huizenmarkt in Duitsland lagen hieraan ten grondslag.

De portefeuille is grotendeels ingericht met obligaties die een aantrekkelijke coupon uitbetalen (zie top 10 posities in onderstaande tabel) en is daarnaast aangevuld met zogenaamde **steepeners**. Deze steepeners hebben een rendement van 3-5% per jaar met de optionality op extra uitkeringen als de lange rente hoger is dan de korte rente.

Obligatie	COUPON
WEST BROMWICH BUILDING SOCIETY 4.5% PERP	4,50%
REA HOLDINGS PLC CUM PREF 9%	9,00%
ENQUEST 9.0% 27-10-27	9,00%
TITANIUM 2L BONDCO SARL 6.25% 14-01-31	6,25%
METRO BANK 12.0% 30-04-29 EMTN	12,00%
NORSKE OLJESELSKAP 9.25% 04-06-29	9,50%
SHAMARAN PETROLEUM 12.0% 30-07-27	12,00%
AROUNDTOWN FINANCE SARL 7.125% PERP	7,13%
JEFFERIES FINANCIAL GROUP AUTRE V+0.0% 31-07-37	0,00%
METRO BANK 14.0% 30-04-34 EMTN	14,00%
INTL PERSONAL FINANCE 10.75% 14-12-29	10,75%

Namens het gehele OVMK team wensen wij u en uw dierbaren een gezond en voorspoedig 2025 toe.

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.