

Kwartaalverslag Q1 2022

Wij sluiten het eerste kwartaal af met een resultaat dat op geen enkele wijze lijkt te duiden op bijzonderheden: met een kleine plus is de portefeuille opgelopen naar een nieuw record. En dat terwijl de afgelopen drie maanden op verschillende vlakken de geschiedenis in zullen gaan als uiterst turbulent en een hoop indices juist hard in waarde gedaald zijn. Waar moeten we beginnen....

Natuurlijk bij de tragiek in Oost-Europa. De ontwikkelingen in Oekraïne zetten alle andere ontwikkelingen, koersuitslagen, rendementen en nieuwsflow op een tweede plek. Wanneer je binnen een week tweemaal “Eve of Destruction” van Barry McGuire op de radio hoort, dan weet je dat het niet goed gaat in de wereld. Een cynische Thomas Jefferson schijnt ooit gezegd te hebben:

“ Peace is that brief glorious moment in history when everybody stands around reloading”

Nu zijn wij een heel stuk optimistischer dan dat, maar de oorlog in Oekraïne is wel een duidelijke reminder dat dingen die vanzelfsprekend lijken, dat lang niet altijd ook daadwerkelijk zijn. Dat brengt ons op de belangrijkste ontwikkelingen in ons vakgebied in het eerste kwartaal: de inflatie, de rente en de energiemarkten..

U weet inmiddels wel wat wij denken over inflatie. We schreven de afgelopen jaren tot vervelens toe over de grote gevaren van het extreem ruime monetaire beleid en de wereldwijde verslaving aan stimuleringsprogramma's, die schijnbaar zonder enig nadelig gevolg konden worden uitgebreid en verlengd. Deze naïviteit is plotseling gekenterd. De rentes lopen hard op nu de wereld plotseling geconfronteerd wordt met de logische prijs van dit beleid: inflatie. Nog niet heel lang geleden probeerden economen en fondsbeheerders het publiek wijs te maken dat inflatie iets uit het verleden was en dat er als gevolg van vergrijzing en grote besparingen nooit meer hogere rentes zouden komen. Of dat het niet zou komen omdat dat niet handig uit zou komen omdat teveel landen al teveel schulden hebben. Tsjja...

Een van de belangrijkste eigenschappen die beleggers vaak ontberen is een redelijk ontwikkeld historisch besef. Het pure feit dat we in de hele gedocumenteerde geschiedenis nooit negatieve rentes hebben gehad, tot enkele jaren geleden, moet de beschouwer al waarschuwen voor de houdbaarheid van een dergelijke anomalie. Daar het geheugen van beleggers echter kort is, is het na een aantal jaar van dat soort extreme omstandigheden verleidelijk om in de houdbaarheid van de anomalie te gaan geloven. En als je die stap eenmaal neemt dan kun je onbeperkt langlopende staatsobligaties, tech-aandelen en groeibeleggingen in je beleggingsmandje stoppen. Het zijn precies deze beleggers die in het eerste kwartaal een reality check kregen..

Wanneer centrale banken maar lang genoeg geld bijdrukken, zonder daar schijnbare nadelen van te ondervinden, is het slechts wachten op een vonk die beleggers en de markt plotseling doet realiseren wat er aan de hand is. En die vonk, krapte op de energiemarkten, is er nu ineens.. De tienjaars rente in Europa en de VS schoot in het eerste kwartaal, heel terecht, de lucht in en dat maakte links en rechts slachtoffers. Plotseling is het een heel stuk minder leuk om bedrijven in portefeuille te hebben die slechts in de verre toekomst hopelijk ooit cashflow gaan maken, of die zo duur zijn dat ze decennia aan verdiensten moeten genereren om de aankoopprijs terug te verdienen. De no-nonsense Value methodiek heeft hier niet zoveel last van.

Wanneer je een bedrijf koopt tegen een lage waardering, dan verdient de belegging zich binnen korte tijd terug en maakt de rentevoet niet zo verschrikkelijk veel verschil. Verder helpt de beweging van spijtoptanten vanuit de groei-beleggingshoek richting de waarde-beleggingen mee om de koersen van de veel goedkopere waarde-aandelen een herwaardering te geven. En dat is precies wat we in het eerste kwartaal zagen gebeuren. We zien nu slechts het prille begin van een beweging die veel ruimte heeft om door te zetten. Het waarderingsverschil tussen de verschillende stijlen is zo enorm groot dat het nog lang niet te laat is om groeiaandelen in te ruilen ten faveure van waarde-beleggingen.

Dan de energiemarkten.

De toch al zeer krappe energiemarkten kregen plotseling een nieuwe factor om rekening mee te houden: Rusland. Als gevolg van de boycot van bijvoorbeeld de VS op de inkoop van Russische olie is de grote vraag hoe vraag en aanbod zich de komende tijd zullen gaan vinden. De vraag naar olie, zoals we al eerder schreven, zal dit jaar waarschijnlijk een nieuw record bedragen. De grote vraag is of de aanbodzijde dit echter allemaal wel aankan. Door jarenlange onder-investering in de ontwikkeling van nieuwe velden, met de gedachte dat we toch allemaal zullen gaan overstappen op fossiel-vrije energie, zijn er slechts zeer beperkte middelen om een eventueel gebrek aan Russische olie op te vangen. Er zijn nog enkele OPEC-landen, waaronder Saoedi-Arabië die de productie kunnen verhogen, maar er zijn ook meerdere landen in dit pact die met moeite aan de gevraagde hoeveelheden kunnen voldoen. We kunnen het ons derhalve simpelweg niet permitteren om geen Russische olie meer te kopen. Uiteraard zal de Russische olie ook met een totale Westerse boycot toch de markt wel vinden, daar landen als India en China tegen de juiste voorwaarden zullen blijven afnemen, maar iedere frictie in het systeem zal leiden tot nog hogere prijzen.

Enkele kwartaalbrieven geleden schreven we al uitvoerig over onze keuze om te investeren in olie en gas. Een tijd lang hing er een sfeer, aangevoerd door ESG-campagnes, om maar te stoppen met de productie van olie en gas, daar we uiteindelijk naar een fossiele brandstof vrije wereld moeten. Wij vinden dat ook, maar zijn wellicht wat realistischer over wat er in de tussentijd moet gebeuren..

Hoe erg men zichzelf hiermee in de vingers heeft gesneden werd afgelopen weken dus pijnlijk duidelijk. De jarenlange druk op grote oliebedrijven om maar te stoppen met het zoeken naar nieuwe olielvelden, leidde al tot een zeer krappe markt en nu er ook nog eens zo'n 9% van de wereldproductie, zijnde de Russische olieproductie, in het geding is gekomen, hebben we de poppen aan het dansen. Gevolg is een sterk stijgende olie- en gasprijs, en dat zorgt ineens tot een 180 graden draai van de publieke opinie. Plotseling worden alle eerdere bezwaren opzij gezet en heeft een meerderheid van de Nederlanders positieve gevoelens bij additionele gaswinning in Groningen en lijkt de klimaatimpact ineens niet meer relevant. Wij schreven eerder al dat een zeer krappe oliemarkt eigenlijk een prima uitkomst is in deze discussie. Monteurs van zonnepanelen hebben het nog nooit zo druk gehad, warmtepompen zijn niet meer aan te slepen en thermostaten worden voorzichtig lager gezet. De pensioenfondsen die eerder nog om het hardst schreeuwden dat ze niet langer in olie en gas wilden beleggen, beginnen hun toon te matigen en draaien hun opinie. Het is een uitkomst die in de lijn der verwachting lag. Hoewel niemand de Oekraïne-oorlog concreet heeft voorspeld, was het slechts wachten op een gebeurtenis die aan het licht zou brengen dat we simpelweg tekorten beginnen te krijgen in de productie van olie.

Alle goede bedoelingen daargelaten gaan we dit jaar waarschijnlijk een nieuwe recordhoeveelheid olie verbruiken. Als vervolgens de productie hiervan wordt afgeknepen dan stijgen simpelweg de prijzen. Onze beleggingen in verschillende oliebedrijven zorgden er in het eerste kwartaal voor dat alle koersdalingen aan ons voorbij gingen. De extreem lage waarderingen in deze sector zullen er wat ons betreft ook de komende kwartalen voor zorgen dat we in deze hoek flinke rugwind hebben. De zeer gunstige omstandigheden waaronder onze Kurdistaanse producenten hun olie kunnen produceren zorgen ervoor dat de uitstoot per vat substantieel lager ligt dan het wereldgemiddelde. In de periode die we nodig hebben om van fossiele brandstoffen naar hernieuwbare energie te komen hebben we juist dit soort efficiënte spelers nodig om aan onze vraag te kunnen voldoen. Hoe hoger de olie- en gasprijzen worden, hoe korter de transitie zal duren en dat is uiteindelijk zeer goed nieuws voor de planeet.

M&A

De langverwachte rotatie vanuit groei-beleggingen naar waarde-beleggingen valt het duidelijkst te zien in het aantal overnames in de portefeuille. Waar we op oudjaarsdag een bod kregen op onze aandelen Hunter Douglas en we onze aandelen Yew Grove kwijtraakten aan een Canadese vastgoedbelegger, zagen we ook John Menzies overgenomen worden. Op moment van schrijven heeft Caretech een bod van de grootaandeelhouder Faroukh Sheikh ontvangen en heel kort daarna nog een tweede geïnteresseerde koper aan de poort mogen verwelkomen die het bod van Faroukh heeft overtroffen. Vorige week zagen we een belegging uit het Special Bond Fund, Hibernia REIT, tegen een fikse premie van de beurs gehaald worden. Het tempo waarin momenteel ondergewaardeerde ondernemingen worden overgenomen geeft aan dat meer bedrijven en beleggers begrijpen dat er in het waarde-spectrum van de markt grote kansen liggen. Hibernia REIT is wellicht een van de duidelijkste voorbeelden van de jarenlange mis-pricing van sommige assets. Hibernia bezit een verzameling kantoorpanden in het centrum van Dublin en verhuurt deze bezittingen aan allerhande partijen, voornamelijk Amerikaanse tech-bedrijven. Met de kwaliteit van de huurders en de locatie van de panden is dus heel weinig mis. Vaak zijn de huurders voor het juiste pand bereid om jarenlange huurcontracten af te sluiten, waarbij huren inflatie-gecorrigeerd zijn. Een prachtig bezit, zou je zeggen. Dat is ook zo, behalve wanneer je een beursnotering in Ierland hebt. Beleggers zijn nogal wispelturig wanneer het gaat om hun liefde voor Ierse aandelen. Het is een fenomeen dat wij graag monitoren, daar er in perioden van bekoeling vaak goede koopjes in Ierland te vinden zijn. De afgelopen jaren, zeker in de periode rondom de Brexit, waren beleggers bepaald niet in een jubelstemming over Engelse, maar vooral ook Ierse aandelen. En dat maakt ons uiteraard extra gretig. Hibernia REIT, dat sinds 2013 aan de beurs staat en in de eerste jaren na de IPO zo'n beetje rondom de intrinsieke waarde handelde, was de laatste jaren te koop op een stevige korting van de onderliggende waarde. Kort geleden konden beleggers deze verzameling kantoren nog kopen met een korting van 35% van de getaxeerde waarde. En dat is gek. In die zelfde periode vonden er namelijk regelmatig transacties plaats waarbij kopers, bijvoorbeeld pensioenfondsen, prima bereid waren om de taxatiewaarde te betalen wanneer er losse objecten te koop waren. Er was dus helemaal geen dispuut over de waarde, het was slechts de structuur van de beursnotering die een faire prijsvorming in de weg zat.

Een prachtig bewijs van deze absurde verschillen werd ons duidelijk toen we eens met een broker op een beleggingsdag werden uitgenodigd, waarbij er panden van sommige van deze beursgenoteerde REITS in Ierland werden bekeken. Een van de Nederlandse reisgenoten was werkzaam voor een Nederlands pensioenfonds dat zeer geïnteresseerd was in deze kantoorpanden als belegging voor de portefeuille. Op onze vraag of hij dus een belang had in de Ierse REITS gaf hij toe dat hij dat wel zou willen, maar dat zijn baas dat een veel te risicovolle belegging vond. De koers van het aandeel schommelde namelijk iedere dag en dat gaf alleen maar gedoe. Liever kochten ze gewoon de panden, zodat ze slechts eenmaal per jaar hoefden te herwaarderen. Dat de REITS met een korting van maar liefst 35% te koop waren via de beurs was geen factor in de overwegingen... Het was dus slechts een kwestie van tijd voordat er iemand een bod zou doen om zo gebruik te maken van de kans die voor het grijpen lag. Met de bieding op Hibernia REIT tegen een prijs die heel dicht bij de intrinsieke waarde ligt, is de laatste van de beursgenoteerde REITS nu uit de portefeuille verdwenen, nadat we eerder dit jaar dus al onze andere REIT, Yew Grove, op een mooie prijs kwijtraakten. We verkopen onze Hibernia REITS graag tegen deze prijs en kunnen de opbrengst direct herinvesteren in allerlei andere interessant geprijsde effecten.

Gemfields

Een duidelijke kandidaat om de volgende beursexit te gaan worden is Gemfields. We schreven al vaker over deze bijzondere naam en doen dat nogmaals nadat het bedrijf haar cijfers over 2021 bekend maakte. Waar we in de vorige kwartaalbrief al hoopten op een eerste dividend, is dit inderdaad kort geleden bekendgemaakt. Het markeert een mijlpaal in de woelige geschiedenis van dit beursfonds en beloont aandeelhouders eindelijk voor het geduld en vertrouwen dat ze in de afgelopen jaren hebben moeten opbrengen. Bij een koers van ZAR 3.60 vinden wij Gemfields nog steeds een absoluut koopje. Het dividend, van zo'n ZAR 0.25, geeft de belegger een contant rendement van 7% en dat is alvast een mooi startpunt. Het vormt echter slechts een deel van de onderliggende winst, daar het bedrijf het overgrote merendeel van de winst inhoudt en herinvesteert in verdere groei. Met een koers/winst verhouding van ongeveer 5 is het aandeel één van de goedkoopste aandelen in onze beleggingsportefeuille. We houden dan niet eens rekening met het feit dat Gemfields per jaareinde een netto kaspositie van ruim USD 62 miljoen bezat en een belang heeft in een platina-mijn dat vermoedelijk binnenkort meerdere tientallen miljoen USD zal gaan opbrengen. Corrigeer je daarvoor dan zakt de waardering naar slechts een ruime driemaal de jaarwinst. Nog opvallender is dat het bedrijf ook nog eens één van de snellere groeiers in de portefeuille is. Als gevolg van de sterk stijgende prijzen voor zowel robijnen als smaragden is de omzet flink aan het oplopen. Gemfields kwam kort geleden met de uitkomst van de eerste veiling van 2022. Het betrof hier de veiling van commerciële kwaliteit smaragd. In het Indiase Jaipur werden er in totaal ruim 4.5 miljoen karaat van deze stenen verkocht (zo'n 900 kilo..) en dat leverde de onderneming ruim USD 42 miljoen op. Per karaat werd zodoende USD 9.37 gevangen, en dat is 42% meer dan bij een soortgelijke veiling, vorig jaar. Ook toen was dit een nieuw record. Men moet zich realiseren dat de ene karaat de andere niet is. In het premium segment kunnen karaatprijzen vele honderden of duizenden dollars bedragen, waardoor karaatprijzen niet te vergelijken zijn.

Wel kan er dus heel goed worden vergeleken met eerdere veilingen van dezelfde categorieën, en wanneer je dat doet dan zie je dat karaatprijzen enorm hard aan het stijgen zijn. Dat is uiteraard zeer goed nieuws voor alle toekomstige veilingen, zowel in het commerciële als premium segment en zowel bij smaragden als robijnen. Het is onze verwachting dat de herwaardering van gekleurde edelstenen t.o.v. diamanten verder gaat doorzetten. Ook de diamantmarkt ligt er overigens goed bij. Zo'n 30% van de wereldproductie van diamant komt uit Rusland. Amerika, koper van zo'n 40% van de wereldwijde productie van diamanten, heeft Russische diamanten op de boycot-lijst gezet. Omdat de grootste importeur nu dus diamant uit andere landen moet kopen, stijgen de prijzen. Indirect is dat ook goed nieuws voor de gekleurde edelstenen. Ook zien we in onzekere tijden een hernieuwde focus op "safe havens" zoals goud en edelstenen. Tel daar nog eens de gierende inflatie bij op, en alle ingrediënten voor stijgende prijzen zijn daar. We verwachten daarom dat dit jaar wederom een recordomzet en -winst gaat opleveren en dat onze positie in Gemfields een prachtige belegging is. Een bijkomend interessant feit is dat de onderneming, zoals we al schreven wel eens een overnamekandidaat kan zijn. Eind vorig jaar kocht een groot Zuid-Afrikaans mijnbouw-conglomeraat, Assore, bijna 30% van de aandelen. Begin dit jaar kwam daar nog een tweede strategische partij uit het Midden-Oosten bij, waardoor er meerdere kandidaten zijn om een bod op het bedrijf te doen. We wachten het rustig af en blijven zeer enthousiast over dit bedrijf dat wat ons betreft vrij gemakkelijk in waarde kan verdubbelen vanaf hier.

The Hut Group Plc (THG Plc)

De pandemie in 2020 was voor internetwinkels een extra aanjager na jaren van flinke groei maar ook hoge investeringen om marktaandeel te bemachtigen. De online retail sector is hier niet uniek in, maaltijd bezorging is een ander goed voorbeeld. Forse investeringen en groeiverwachtingen die zich in de verre toekomst misschien gaan terugverdienen. Ondertussen handelen de aandelen op hoge multiples.

Ahold hoopt Bol.com later dit jaar naar de beurs te brengen en zo een deel van de waarde te ontsluiten mede onder druk van activistische aandeelhouders. Ahold is altijd zeer voorzichtig geweest in haar uitingen over de omzet en winst van Bol.com. Dit maakt het voor beleggers ook lastig te waarderen, maar veel winst is er nog niet gemaakt door alle jaren heen. Ahold zegt dat winst maken wel makkelijk kan maar dat zij ook moeten bouwen aan het merk zelf.

In 2021 had de online retail sector te maken met diverse negatieve effecten: voorraadtekorten, hogere transport kosten, personeelstekorten en een afnemende groei hadden forse koersverliezen tot gevolg. Mede hierdoor ging de geplande beursgang van het Nederlandse Coolblue niet door. In het Verenigd Koninkrijk zijn er legio online-retailers met een beursnotering en ook hier waren de rendementen sterk negatief in 2021.

De begeleidende bankiers van de beursgang van Coolblue vergeleken het bedrijf graag met een ander vergelijkbaar bedrijf in de branche: **The Hut Group Plc (THG Plc)**. Dit bedrijf uit Manchester zag in 2004 het levenslicht met de handel in cd's, dvd's en games. Het bedrijf is inmiddels getransformeerd tot een wereldwijd cosmetica- en gezonde voedingsbedrijf met eigen merken en merken van bekende producenten. Qua omzet is THG vergelijkbaar met Coolblue (2-3 miljard) al hebben ze duidelijk andere activiteiten. THG heeft duidelijk hogere winstmarges dan de elektronica-producten van Coolblue.

De oprichter van THG en huidig CEO Matt Moulding is een excentrieke man. Hij laat zich maar wat graag de sterrenstatus aanmeten als 'de Britse Jeff Bezos' (CEO van Amazon). Mocht u hem googelen, dan zult u hem ongetwijfeld zien getooid in een zwembroek en een strak getraind lichaam. Hij benadrukt al te graag dagelijks in de gym te zitten. Een selfmade entrepreneur zoals je die voor je ziet, daadkrachtig, recht door zee en niet bepaald gediend van repliek.

In het jaar 2020 bedacht Moulding op een middag dat een beursgang voor zijn bedrijf een juiste volgende stap zou zijn. U denkt vast, dat is geen besluit wat je snel neemt, maar volgens Moulding nam hij zelf op een middag het besluit en legde de opdracht bij zijn team neer. En zo geschiedde, The Hut Group ging in het najaar van 2020 naar de beurs waarbij een strakke campagne het bedrijf stuurde tot ongekende hoogte.

Het betrof hier de grootste beursgang van een bedrijf in Engeland sinds 2013. De beurswaarde steeg op de dag van de beursgang 25% en steeg later door naar een ongekende 7 miljard euro. Om deze waarde terug te verdienen zouden beleggers wel echter ruim 60 jaar moeten wachten op basis van de winst voor belastingen op dat moment. Niet bepaald een waarde-belegging.

In het tijdperk van lage rentes vergoeden goede groeivoorzichten een hoop voor beleggers. Groei, daar zet THG dan ook flink op in. De omzet steeg in de jaren 2015-2020 van 500 miljoen pond naar 1,6 miljard. Beleggers raakten ook in vervoering van de Ingenuity tak van THG. Dit onderdeel (waar ook het Japanse Softbank bij betrokken is) verzorgt algoritmes en marketinghulp om zeer gericht aan klantenbinding te doen. Ingenuity wordt door criticasters afgedaan als een 'opgehemelde' marketingafdeling. Bij THG geven ze er zeer hoog van op dat ze er een aparte afdeling van hebben gemaakt die naast de eigen marketing ook de marketing en de logistieke keten van andere bedrijven kan verzorgen en dus ook omzet en winst maakt. Het aantal bedrijven dat gebruik maakt van deze diensten stijgt flink.

Deze tak levert slechts een klein deel van de omzet van THG. Samen met Ingenuity (9% van de groepsomzet) zijn er inmiddels zeer winstgevende divisies Beauty (ca. 50% vd groepsomzet) en Voeding (36%). Echter met mooie en stabiele winsten betekent het niet dat een beurswaarde van 7 miljard pond te rechtvaardigen is. Vanaf het voorjaar 2021 begonnen beleggers dan ook hun vraagtekens te plaatsen bij de onderneming en de sector in het geheel.

Wat niet hielp is dat CEO Moulding tijdens een meeting met beleggers en analisten de buitenwereld ervan betichtte THG ten gronde te willen richten. Shortsellers wreven in hun handen en mede hierdoor kwam de koers fors af van 6 pond vorig jaar zomer naar 95 cent nu. Het aandeel is speculatief geworden maar voor een groot deel ook nog in 'vaste' handen van grote partijen. Beleggers van het eerste uur kijken tegen een ruim 80% koersverlies aan en dat zijn niet de minste beleggers: Blackrock, Goldman Sachs, Norges Bank, Vanguard, Pictet en Sofina België zijn allemaal top 10 aandeelhouder in THG.

Komt dit nog goed vraagt u zich wellicht af? Na een verdere daling van 50% in januari 2022 hebben we de kans genomen en aandelen THG Plc aan de portefeuille toegevoegd. Dit omdat los van alle ontwikkelingen, aantijgingen en koersdalingen er een stevig fundament is om waarde te ontsluiten. De beurswaarde is inmiddels teruggezakkt naar 1,3 miljard pond. De omzet zal in 2022 richting de 2,5-3,0 miljard pond gaan. De klanten zijn zeer trouw (o.a. door het abonnementsmodel) en de marges zijn hoog voor het segment waar THG in opereert. Daarnaast staat er ook 0,5 miljard cash op de balans wat maakt dat de onderneming netto geen schulden heeft.

De divisies apart zijn veel meer waard dan de beurswaarde nu vertegenwoordigt en dan hoeft de onderneming nog niet eens te groeien, wat zij echter wel doet.

Wij verwachten later dit jaar het apart naar de beurs brengen van de Beauty divisie. Deze divisie die laat zich vergelijken met grote spelers zoals Estée Lauder, L'Oréal en P&G Beauty. Kijken we naar de waardering dan is alleen dit onderdeel van THG al 1,5 maal de beurswaarde van nu waard op basis van conservatieve schattingen. Sectorgenoten noteren op een multiple van 3-4x (Bron: Davy research). Uiteraard moet dit allemaal uitkomen, het aandeel is nu zeer sentiment gedreven en ook doelwit van daghandelaren en short partijen die hier een slaatje uit proberen te slaan.

We volgen het bedrijf met grote aandacht en zijn erg benieuwd naar de presentatie van de jaarcijfers in april en verdere ontwikkelingen dit jaar.

OVMK Special Bond Fund- Rente en Zhenro Properties

In februari kende het OVMK Special Bond Fund een slechte maand. Een daling van ongeveer 8% is een niet-normale beweging voor een obligatiefonds. Mocht u denken dat dit te maken heeft met de stijgende rentes (onder andere op staatsobligaties) dan willen we dit graag weerleggen. Het Special Bond Fund belegt namelijk niet in staatspapier. De wereldwijde obligatiemarkt kijkt momenteel tegen het grootste jaarverlies sinds 1994 aan. De Global Agg (een obligatiebenchmark) staat ruim 12% lager ten opzichte van 15 maanden geleden (Bron: FD). Voor obligatiemarkten is dit een heuse aardschok.

Uitleg: Een staatsobligatielening waarvan de rente stijgt heeft namelijk een daling van de waarde van de obligatie tot gevolg. Om u een beeld te geven van de gevolgen een voorbeeld uit de praktijk: een staatslening uitgegeven door de Nederlandse overheid in 2020 tegen een vaste rente van 0% met een looptijd tot 2052 daalde van 100% naar 75% in waarde (grafiek linksonder- bron: Factset).

Beleggers waren in 2020 dus bereid tegen 0% vaste rente geld uit te lenen aan de Nederlandse overheid met een looptijd van 32 jaar. Per uitgeleende 100 euro is die waarde dus nu gezakt naar 75 euro. Door de gestegen inflatie en rente daalt de waarde van de obligatie en kijken beleggers (waaronder pensioenfondsen) tegen een verlies aan. Het zou zelfs kunnen dat hier kansen ontstaan, mocht de obligatielening significant onder pari (onder de uitgiftewaarde) zakken dan kan het lonend zijn de lening aan te kopen omdat aflossing altijd 100% is (mits de staat failliet gaat). Mocht een pensioenfonds de lening nu kopen dan brengt dat ongeveer 0,8% rendement per jaar op. De lening lost in 2052 af op 100 en de aankoopwaarde van 75 nu betekend dus 25% rendement in 30 jaar. Geen goede propositie uiteraard gezien de (hoge) inflatie maar voor een pensioenfonds misschien een kans.



(Blauwe lijn is de koers. Paars en groen de gemiddelden van de laatste 50 en 200 dagen. Bron: Factset)

In bovenstaande grafiek (rechts) ziet u goed de ontwikkeling van de Nederlandse 10-jaars rente (yield). In december 2021 was deze nog -0,25% (negatief dus) en de huidige rente is 0,93% positief. Dit komt mede door de gestegen inflatie en de mogelijkheid dat de ECB de beleidsrente ook gaat verhogen in navolging van de FED. Voor beleggers die de lening reeds op de balans hadden betekenen bovenstaande grafieken een flink waardeverlies op de obligatie. De koers beweegt immers tegengesteld aan de rente(stijging) kunt u zien.

Zoals u wellicht weet vinden wij *staatsobligaties* als beleggingscategorie een onaantrekkelijke belegging. Dit omdat de rentevergoeding vaak vastgesteld en minimaal is. Maar de belegger wordt wel geconfronteerd wordt met inflatie en dus aantasting van de koopkracht. Het OVMK Special Bond Fund richt zich met name op *bedrijfsobligaties* die wel potentie hebben.

Vorig kwartaal schreven we u over de kansen die wij zagen ontstaan bij de Chinese vastgoedontwikkelaar **Zhenro Properties**. Daar hebben we direct ook de reden van de recente daling van het Bond Fund te pakken.

Wij waren naar aanleiding van de gesprekken met het bedrijf enthousiast dat Zhenro de leningen die wij hadden aangekocht met aflossing in 2022 eenvoudig zouden kunnen aflossen. Zhenro communiceerde tevens kredietlijnen met banken te hebben vernieuwd, Zhenro kocht ook zelf leningen terug in de markt, en het communiceerde een eeuwigdurende lening vervroegd te willen aflossen. Al deze feiten sterkte ons vertrouwen verder.

Hoewel de sector uiteraard een zware periode doorgaat (wat u kunt vergelijken met 'onze' kredietcrisis in 2007-2009) leek het bij Zhenro allemaal goed te gaan komen al waren er in januari voor het eerst ook dalingen in het aantal nieuwe verkopen te melden. Helaas kwam Zhenro in de loop van januari-februari met het bericht dat de banken haar kredietlijnen toch hadden ingetrokken vanwege de sector brede onzekerheden. Zhenro moet haar eigen werkkapitaal en (her)financiering gaan financieren. Dit betekent niet dat het banksaldo eind dit jaar op is, maar er moeten wel voorzieningen gereserveerd worden.

Dit was uiteraard slecht nieuws voor de waarde van de obligaties Zhenro en deze gingen dan ook onderuit naar niveaus waarbij de markt een herstructurering in-prijst. De tijd zal leren of dit nodig is maar ook in dat geval kan dit alsnog positief uitpakken. Zhenro heeft namelijk een korte termijn liquiditeitsprobleem (net als de gehele sector) maar Zhenro heeft ook de nodige bezittingen (landbank, aangenomen projecten en bestaand vastgoed).

De vastgoedsector is te groot om geheel in het diepe gegooid te worden. Het versoepelen van de strakke beleidsmaatregelen ingesteld in 2020 is deels een oplossing. Het sector breed overnemen van bezittingen gaat de sector ook gezonder maken. De kredietkraan moet echter ook weer open. Zonder bancaire krediet kan geen sector normaal opereren. Dit proces is gaande maar zal niet morgen zijn afgerond.

Zhenro kon niet anders vragen dan aan haar geldverstrekkers de looptijd van de leningen te verlengen. Dit in navolging van andere bedrijven. Het management heeft doorgepakt en direct alle USD-obligaties die afliepen in 2022 in één lening doorgerold naar 2023. Dit geeft Zhenro lucht om dit jaar met het liquiditeitsprobleem aan de slag te gaan. Ondanks dat Zhenro over 2021 gewoon winst draaide (!) en een goede solvabiliteit kent, is het door de ontwikkelingen niet uit te sluiten is dat de lening in 2023 weer met een jaar verlengd wordt. Positief vinden we dat Zhenro rente blijft betalen en dus niet wordt aangemerkt als wanbetaler.

We hebben dan ook ingestemd met de verlenging van de lening maar zoals gememoreerd heeft dit wel tot een flinke daling geleid van het Special Bond Fund in februari.

Overigens zien wij bij andere door ons in 2021 aangekochte leningen in deze sector ook positieve ontwikkelingen. De leningen van Agile, Dexin, China South en Guangzhou houden goed stand in deze marktturbulentie.

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.