

Kwartaalverslag Q1 2024

In het eerste deel van het kwartaal leken beleggers weer vooral oog te hebben voor een beperkt deel van de markt: groei. Waren het enkele jaren geleden de flits- en maaltijdbezorgers, de crypto-beleggingen en alles wat met elektrische voertuigen te maken had, inmiddels is het AI dat de klok slaat. Met duizelingwekkend enthousiasme duiken beleggers op alles wat ook maar een hoekje Kunstmatige Intelligentie in zich heeft. Toch zagen we aan het einde van het kwartaal een kentering. De laatste weken begint de markt ineens interesse te tonen in de achterblijvende Value-sectoren. De portefeuille kon in maart daardoor plussen, waarbij de koersstijgingen uit verschillende hoeken kwamen. Ook is de olieprijs bijna geruisloos bezig aan een flinke opmars en ook bijvoorbeeld goud krijg stiekem rugwind. Voor onze oliebeleggingen en onze goudmijn Aris Mining is dat prettig nieuws. Echter zijn de ontwikkelingen rondom de heropening van de Ceyhan pijpleiding eigenlijk een veel belangrijkere zaak (waarover later meer). Verder zagen we dezelfde krachten die we al eerder bespraken aan het werk in het Engelse mid- en smallcapsegment: overnamepogingen en biedingen. Ditmaal was het de verkoop van een belangrijke divisie van een nieuwe modelnaam, Marlowe, die in het oog sprong. Een nadere beschouwing kunt u verderop in dit verslag vinden.

We believe UK equities are very attractively valued in a global context



Fidelity Special Values PLC
 Wire Video



Onze portefeuille bevat zeer veel in de UK genoteerde bedrijven. Bovenstaande grafiekjes laten goed zien hoe goedkoop de Engelse markt geworden is ten opzichte van vrijwel alle andere markten. Het verklaart ook waarom de portefeuille niet dezelfde rugwind heeft gehad als die de meeste andere markten hebben gehad. Hierin ligt ook meteen ons optimisme: De Engelse markt is te goedkoop en heeft veel opwaartse potentie als meer beleggers zich dit realiseren. Doen ze dat niet, dan komen er buitenlandse bedrijven die gebruik maken van deze kans en zullen er meer bedrijven van de beurs worden gehaald. In het eerste kwartaal van 2024 werden 7 van de FTSE 350 ondernemingen reeds overgenomen, vorig jaar waren dat er nog slechts 2. De krachten van het kapitalisme zijn dus duidelijk aan het werk en dat kan de Britse markt de komende tijd ruggensteun gaan geven.

JENSEN: De ene machine is de andere niet..

In eerdere kwartaalbrieven schreven we al over Jensen, een compleet onder de radar (maar daardoor niet minder mooi) bedrijf dat actief is in de productie van volledig geautomatiseerde wasinstallaties. Deze enorme apparaten worden geplaatst op cruiseschepen, ziekenhuizen, hotels en andere professionele omgevingen. We beleggen al sinds onze start in dit prachtige bedrijf en de publicatie van de meest recente jaarcijfers is een aardig moment om nog eens wat aandacht te schenken aan deze belegging. Ook is het inzichtelijk om de waardering van dit bedrijf eens te vergelijken met de waardering van een onderneming die momenteel zo in zwang is: ASML. Jensen kwam in maart met jaarcijfers. Voor het eerst in de geschiedenis bereikte de omzet het niveau van EUR 400 miljoen en ook werd er een recordwinst geboekt. Het orderboek zit bomvol en de marges lopen op. Het bedrijf is actief in een markt waar slechts twee grote spelers de omzet verdelen: zichzelf en het Duitse Kannegiesser. Als gevolg van deze duopolie is Jensen in staat om aantrekkelijke marges te behalen, ook omdat de twee ondernemingen goed begrijpen dat een prijzenoorlog in niemands belang is. Jensen heeft een beurswaarde van EUR 350 miljoen en is een echt familie bedrijf. De Deense familie Jensen is oprichter en grootaandeelhouder en Jesper Munch Jensen is de CEO. Wat krijgt een belegger die voor EUR 37 een aandeel koopt? Ten eerste een bedrijf dat schuldenvrij is. In het jaar 2023 werd EUR 3.39 per aandeel verdiend, waardoor beleggers het bedrijf op slechts 11x de jaarwinst waarden. Deze waardering valt verder terug wanneer men beseft dat Jensen in 2023 een grote overname in Japan deed die slechts een gedeelte van het jaar bijdroeg. In 2024 kunnen we zodoende rekenen op verdere winststijging, waardoor een winst per aandeel van EUR 4 haalbaar moet zijn. De waardering zakt dan naar zo'n 9x de jaarwinst. Vergelijk dat eens met een andere machinebouwer: ASML. Uiteraard zijn het compleet verschillende bedrijven. Toch zijn er ook wat overeenkomsten: beide zijn actief in groeimarkten waarbij er slechts beperkte concurrentie is. Hoewel wellicht onverwacht, komt er ook bij de machines van Jensen flink wat technologie kijken en zijn al in een vroeg stadium investeringen gedaan in robotics en AI. Zowel ASML als Jensen hebben een klantenbasis die lastig van leverancier kan switchen en maken hierdoor zowel een relatief voorspelbare omzet als marge. Er is echter ook een heel groot verschil: de waardering van het aandeel..

Een aandeel ASML kost ruim EUR 900. In 2023 verdiende ASML zo'n 19 euro per aandeel, hetgeen betekent dat beleggers bereid zijn om bijna 50x de winst te betalen. Hoewel ASML uiteraard verder zal groeien en de winst per aandeel dan op kan lopen, heeft het bedrijf ook aangegeven dat het dit jaar een pas op de plaats moet maken en daardoor de winst per aandeel in 2024 vermoedelijk niet hoger maar juist lager uit zal komen. Dit dus in tegenstelling tot Jensen, dat ook dit jaar vrolijk doorgroeit. Omdat het ene bedrijf als een spannend groeibedrijf wordt gezien en het andere niet (of überhaupt door niemand serieus wordt bekeken) zijn beleggers bij ASML dus, in relatieve termen, bereid 5x zoveel te betalen voor iedere euro aan winst. En dat is toch een opmerkelijk waarderingsverschil. Wanneer we naar historische waarderingsverschillen voor beide bedrijven kijken dan is het niet uitgesloten dat beleggers ooit weer een waardering van zo'n 14x de winst voor Jensen en zo'n 30x de winst voor ASML beter passend zouden vinden. Nog steeds zou een aandeel ASML dan 2x zo duur zijn als een aandeel Jensen, maar Jensen zou op die basis 50% kunnen stijgen, terwijl ASML 40% moet inleveren.. Beleggers zien dat momenteel heel anders en dat is een van de redenen waarom de AEX de afgelopen tijd zo hard is opgelopen: de prijs voor dit soort bedrijven lijkt maar niet hoog genoeg te kunnen zijn. En dat zou uiteraard allemaal terecht kunnen blijken te zijn geweest, als we over 10 jaar terug kijken, maar er schuilt ook een gevaar in dit soort waarderingsverschillen die weinig foutmarge tolereren.

Een belegger in het aandeel Jensen had de afgelopen jaren een bedrijf in portefeuille dat net zo hard groeide en een even grote winstsprong maakte maar niet werd beloond met een torenhoge waardering. Het beste dat een belegger daar mee kan doen is er niet over klagen, maar er gebruik van te maken. Wij blijven enthousiast over dit mooie bedrijf en zien veel opwaartse potentie bij dit stiekeme groeibedrijf, met een Value-waardering.

Kurdistan

Het is precies een jaar geleden dat de Ceyhan-pijpleiding werd gesloten, met de bekende effecten tot gevolg. Waar eigenlijk iedereen dacht dat dit snel zou worden opgelost, vloeit er nog steeds geen olie door de pijpleiding, hoewel er achter de schermen van alles gebeurt. Het slechte nieuws is dus dat de oliemaatschappijen nog steeds zijn veroordeeld tot de verkoop van olie aan lokale handelaren, die het met trucks komen ophalen en met fikse korting cash afrekenen. Het goede nieuws is dat zelfs op basis van dit verre van ideale scenario, de ondernemingen ruimschoots winstgevend blijken te zijn. Een veelgehoorde vraag: Wanneer gaat de pijpleiding nou eindelijk weer open en moeten we niet verkopen als dit niet snel gebeurt?

Gulf Keystone kwam in maart met haar jaarcijfers en die geven in ieder geval op de laatste vraag een helder antwoord.

Bij de huidige productiecijfers en een opbrengst per vat van zo'n USD 25 behaalt Gulf Keystone een vrije kasstroom van USD 6 miljoen per maand. Op jaarbasis is dat USD 72 miljoen. Neem daarbij de kaspositie die het bedrijf reeds heeft mee in de analyse (USD 86 miljoen) en je kunt berekenen wat beleggers momenteel bereid zijn te betalen. Bij een beurswaarde van GBP 237 miljoen worden de operationele activiteiten dan op zo'n GBP 170 miljoen gewaardeerd. Dat is nauwelijks meer dan wat Gulf Keystone nog tegoed heeft van Kurdistan voor eerder geleverde olie. De kaspositie en de nog niet afgerekende olieleveranties uit het verleden opgeteld zijn dus zo'n beetje gelijk aan de huidige beurswaarde waardoor de downside van deze belegging ons inziens sowieso zeer beperkt is. Dan de upside: in termen van de huidige winstgevendheid is het bedrijf reeds erg goedkoop. De beurs geeft er slechts drie maal de vrije kasstroom die de onderneming op dit moment boekt voor. Al zou de pijpleiding dus nooit meer opengaan, dan nog steeds is het aandeel zeer laag geprijsd. De situatie wordt compleet anders als de pijpleiding wel weer opengaat. Bij de huidige olieprijs zou het bedrijf dan ieder jaar verdienen wat beleggers momenteel voor de hele onderneming bereid zijn te betalen. Dan rest de vraag: Wanneer? Dat is een vraag die veel lastiger te beantwoorden is. Begin dit jaar leek er goede progressie te zijn op dit gebied, waarbij er op het hoogste niveau gesprekken werden gevoerd tussen de drie betrokken partijen: Bagdad, Erbil en Turkije. Daarna volgden enkele politieke ontwikkelingen, met name de Amerikaanse aanval op enkele aan Iran gelinkte groeperingen in Irak, die verdere progressie tegenhielden. Een belangrijke factor in een doorbraak van de onderhandelingen is de Amerikaanse druk die sinds kort is ontstaan. De internationale oliebedrijven hebben zich eind vorig jaar verenigd in een overlegorgaan, genaamd Apikur. Apikur heeft ook enkele Amerikaanse leden, die middels hun invloed in de Amerikaanse politiek op het hoogste niveau proberen om de Irakezen duidelijk te maken dat er een doorbraak moet komen. Ook staan er in april verdere meetings op de agenda om tot een oplossing te komen. Hoewel het dus onmogelijk is om heel specifiek te zijn in het voorspellen van een tijdsplan, is er wel degelijk flinke druk op de achtergrond. Een eindoplossing kan zowel nog enige tijd duren, als plotseling uit het niets worden aangekondigd. De aandelen van Genel, Gulf Keystone en DNO hebben enorme opwaartse potentie als de heropening wordt aangekondigd. Momenteel kost een vat Brent-olie USD 90. Een herstart van de pijpleiding met een winstdeling zoals vastgelegd in de contracten die de ondernemingen hebben met Kurdistan zou ervoor zorgen dat de aandelen heel hard kunnen stijgen, waardoor we deze situatie nog steeds als erg kansrijk inschatten.

Zeker omdat de bedrijven dus sowieso veel te laag zijn gewaardeerd en kunnen leunen op een riante kaspositie. We kijken zodoende uit naar wat de komende maanden zullen brengen..

Marlowe

In het vierde kwartaalverslag stipten we de nieuwe positie in het Britse Marlowe reeds aan nadat we een eerste tranche hadden aangekocht na de publicatie van de halfjaarcijfers in november. Inmiddels is in het eerste kwartaal de positie verder uitgebreid. Ook hier, evenals bij Impellam, is de gerenommeerde Britse zakenman Ashcroft grootaandeelhouder en heeft het bedrijf door middel van acquisities een goede positie in een interessante sector opgebouwd. Daarnaast kondigde het management bij de publicatie van de halfjaarcijfers een strategische heroriëntatie aan. Ondanks de gezonde resultaten over de eerste zes maanden van het lopende boekjaar en deze naar onze mening veelbelovende heroriëntatie werden de resultaten niet positief ontvangen en de aandelenkoers daalde fors. Een goed moment om de aandelen voor de portefeuille bij te kopen.

Goede marktpositie in aantrekkelijke markt

Marlowe staat sinds 2016 aan de beurs in London genoteerd en heeft onder leiding van Alex Dacre en met behulp van de financiële steun van grootaandeelhouder Ashcroft een acquisitiestrategie in de B2B dienstverlening doorgevoerd. Na een reeks aan overnames is het bedrijf in 2021 onderverdeeld in een tweetal divisies; GRC en TIC. De GRC (Governance, Risk and Compliance) divisie levert diensten en software aan bedrijven om ze te helpen te voldoen aan de steeds toenemende regelgeving en compliance vereisten. De TIC (Testing, Inspection and Certification) divisie houdt zich bezig met de inspectie van onder andere brandveiligheidssystemen. Deze activiteiten hebben een aantal zeer aantrekkelijke karakteristieken. De afzetmarkt groeit sterk, is gefragmenteerd en contracten hebben een terugkerend karakter. Door de vele overnames in het verleden is Marlowe uitgegroeid tot één van de leidende spelers en zodoende ideaal gepositioneerd om zijn positie verder te versterken en winstgevendheid verder uit te bouwen.

Strategische heroriëntatie en geliefd bij private equity

Deze aantrekkelijke karakteristieken zijn ook private equity niet ontgaan en de laatste jaren is de betrokkenheid van deze partijen in de sector dan ook toegenomen. Het bericht in de media medio 2023 dat private equity geïnteresseerd zou zijn in de TIC divisie van Marlowe was dan ook niet geheel verrassend. Verrassend echter was wel de aankondiging in februari van dit jaar dat Marlowe overeengekomen is om de GRC-divisie te verkopen aan Inflexion voor een bedrag van 430 miljoen GBP. Een hele mooie prijs en de aandelenkoers reageerde met een mooie plus van ruim 30%.

En hoe nu verder?

Bij de bekendmaking van de verkoop van deze divisie werd direct bekend gemaakt dat de opbrengst gebruikt zal worden voor het aflossen van alle schulden en dat tenminste 150 miljoen GBP (komt overeen met 150p per aandeel) aan de aandeelhouders zal worden uitgekeerd. De oprichter Alex Dacre zal Marlowe verlaten om leiding te gaan geven aan de GRC-activiteiten bij de overnemende partij. Ondanks de koerssprong na de aankondiging worden de resterende activiteiten echter nog steeds laag gewaardeerd. Dit terwijl ook de resterende activiteiten (met name de Testing, Inspection en Certification) de aantrekkelijke karakteristieken bezitten die door private equity zo geliefd zijn.

Het zou voor ons dan ook geen verrassing zijn als ook de resterende activiteiten uiteindelijk door private equity worden opgekocht.

CAB Payments

Het wereldwijde geldverkeer is van vitaal belang voor alle economische activiteit in de wereld. Zonder internationaal geldverkeer stoppen heel veel activiteiten en zal de economie langzaam in een recessie glijden en gaan bedrijven failliet die niet op tijd betaald krijgen. Banken zijn altijd de leidende partij geweest in het wereldwijd mogelijk maken van betalingen tussen partijen, ook in vreemde valuta. Echter door toegenomen regedruk en dreigende sancties is het handelen in vreemde valuta steeds meer een activiteit geworden waar banken zich bij voorkeur uit terugtrekken. Dit geeft de kans aan nichespelers om in dit gat te springen en dan komen we uit bij een bedrijf dat eind vorig jaar opgenomen is in de portefeuille: **Crown Agents Bank** oftewel **CAB Payments**.

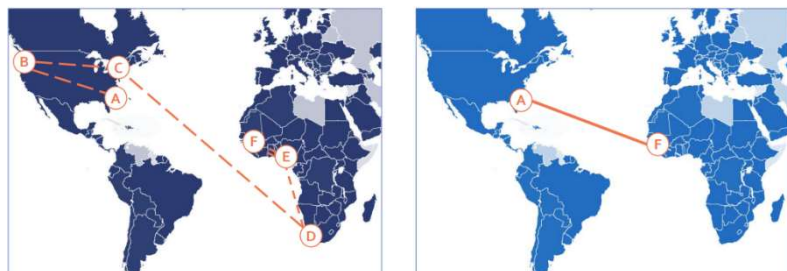
In 2016 is deze nu 191-jarige bank overgenomen door een private equity partij uit Zuid-Afrika. Zij voegde in 2019 internationale payment activiteiten toe aan de bank waarmee een netwerk van handelsrelaties met klanten, valutahandelaren en lokale banken ontstond en daarmee het efficiënt uitvoeren van betalingen en het wisselen van vreemde valuta mogelijk werd. Sterk punt hierbij is dat CAB Payments de betaling sneller en tegen lagere kosten kan verzorgen voor de opdrachtgevers. Opdrachtgevers zijn Internationale ontwikkelingsorganisaties (zoals de VN of de Wereld Bank), centrale en commerciële banken van opkomende markten en andere publieke investeringsorganisaties. De omzet van CAB is sinds het eerste volledige jaar van haar huidige bestaan van 34 mln. dollar (2020) gestegen naar 137 miljoen dollar vorig jaar.

Kort samengevat heeft CAB twee activiteiten: 1. (Vreemde) valuta omwisselen in bijvoorbeeld euro's of dollars en die teruggeven aan de opdrachtgever of 2. (Vreemde) valuta omwisselen en die doorgeven aan de begunstigde. CAB verdient aan de mogelijk gemaakte transacties en aan de wisselkoersverschillen die het bedrijf in rekening kan brengen. De activiteiten spitsen zich sterk toe tot het Afrikaanse continent ('moeilijk bereikbare landen'). Hiernaast is CAB ook nog steeds een 'gewone' bank waaruit omzet komt.

Maar waarom is het betalen of wisselen van vreemde valuta dan zo lastig? Welk probleem lost CAB op? Voorbeelden genoeg waarbij de consument makkelijk kan betalen in andere landen. Zie het eenvoudige gebruik van Credit Cards (VISA of Mastercard) of betalen via Western Union Bank of Wise. Deze partijen zijn echter allemaal gericht op business to consumer en niet op transacties van business to business. Bedrijven zijn veelal aangewezen op hun bank om geld van a naar b te krijgen en onderweg gaat daarbij veel geld verloren aan kosten en afslagen. Het netwerk van Cab Payments voorziet in een veel efficiëntere afhandeling waarbij het bedrijf dus ook nog eens profiteert van de terugtrekkende beweging van banken.

What do we do?

CABP's proprietary network removes friction from traditional payment rails



Illustratie hoe CAB het verschil kan maken Bron: FY '23 presentatie CAB

Na de periode van groei en een sterk meevallend 2022 zag investeerder Helios haar kans schoon om het bedrijf naar de beurs te brengen in Engeland. Het betrof hier een van de grootste beursgangen in Europa van het jaar 2023.

Slechts 3 maanden na de beursnotering kwam een kort persbericht uit dat kwam als een donderslag bij heldere hemel. CAB verhandelt wereldwijd meer dan 100 valuta maar er waren handelsbelemmeringen opgetreden in enkele van de handelscorridors. Een omzet- en winstwaarschuwing volgde dus. Met name de onduidelijkheid die hieruit voortkwam bracht beleggers ertoe het aandeel massaal lager te zetten en het nieuws was dan ook zo groot dat deze beursgang na enkele maanden al leidde tot een koersverlies van meer dan 75%. Het was het moment voor ons om wederom naar de situatie te kijken en in gesprek te gaan met het bedrijf. De gesprekken gaven ons comfort over de geringe impact van de gebeurtenissen en bovendien handelt CAB in genoeg andere valuta om een brede omzetbasis te hebben. De groeicijfers bevestigden deze stelling.

Het zal tijd vergen om het vertrouwen van beleggers te herstellen. Wie echter verder uitzoomt ziet een nichebedrijf zonder schulden, actief in een groeiende markt met een productdienst die lastig te kopiëren is. Inmiddels is de beurskoers van het bedrijf na de val van oktober 2023 aan het herstellen en recent kwamen de definitieve cijfers over 2023 en de outlook naar buiten. Het bedrijf geeft aan te blijven investeren in nieuwe netwerkpunten met het openen van kantoren in Amsterdam en in Amerika. Jongste nieuws is dat de bankvergunning in Nederland is verkregen en hierop reageerde de koers zeer positief.

De winst per aandeel viel in 2023 terug van 14 naar 10 cent. Wie echter dieper onder de motorkap kijkt ziet dat er eenmalige kosten zijn gemaakt voor de beursgang. Hierdoor zou die winst per aandeel niet 10 maar eerder 16 cent zijn geweest. Dat is minder dan 6 keer de winst over '23 en de verwachting is dat de omzet van CAB nog verder gaat groeien in de komende jaren, waarbij de kosten in de hand blijven. Wij vinden ondanks het volatiele karakter van valutahandel dit een zeer gunstig gewaardeerd bedrijf en blijven de ontwikkelingen met interesse volgen.

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.