

## Kwartaalverslag Q2 2024

In het tweede kwartaal verbeterde het sentiment en wisten koersen vooral in de mei-maand flink aan te trekken. De groeiende realisatie onder beleggers dat de UK een kansrijke markt is, zorgde voor koersstijgingen op een breed front. Bedrijfsspecifieke redenen zorgden voor beweging bij enkele van de individuele namen, maar het herstel werd over het algemeen breed gedragen. Verder zagen we algemeen optimisme op de markten maar ook wederom voorbeelden van bedrijven die als voormalige lieveling ineens rake klappen kregen. Beleggers die zich enige tijd geleden in de elektrische auto hoek hebben begeven krijgen daar de rekening voor gepresenteerd. Alfen halveerde na een teleurstellende update en ook Fastned blijft maar zakken. Het laat zien hoe risicovol het is om bedrijven te kopen die weinig of niets verdienen en geen positieve cashflow produceren. Veel van het optimisme rondom AI, technologie en innovatie bestaat uit dat soort bedrijven en de geschiedenis leert dat teveel optimisme vaak enige tijd later tot een teleurstellend resultaat leidt. Dat wil niet zeggen dat er binnen een sector die als geheel overgewaardeerd lijkt, geen onderwaardering te vinden is..

## Himax

Komt dat zien, komt dat zien: AI met dividend en een P/E van 10....

Een bedrijf dat koersmatig een tijd in een dip zat, is het Taiwanese Himax. Het bedrijf wist flink te profiteren van de chiptekorten die er in 2020/2021 waren, maar moest inleveren toen de aanvoerroutes weer herstelden en eindklanten hun oude voorraden aanspraken in de afgelopen 2 jaar. Gevolg was dat de omzet en winst terugliep en het aandeel weer terugzakte naar oude niveaus. Het aandeel kostte op de piek in 2021 nog even bijna USD 20, maar zakte helemaal terug naar USD 4. Kort geleden kwam het bedrijf met een kwartaalupdate die de markt positief verraste waardoor de koers van het aandeel steeg naar USD 8. Wij denken dat er meer in het vat zit. Himax is wat ons betreft een compleet over het hoofd gezien technologiebedrijf dat stiekem met heel leuke dingen bezig is. Ze zijn inmiddels een speler van formaat in de dashboards van auto's, waar ze allerhande sensoren, camera's en projectors leveren. Daarnaast hebben ze een technologie die het mogelijk maakt om met extreem weinig stroomverbruik een sensor te laten filmen of reageren op beweging. Dit product, WiseEye, is bijvoorbeeld te vinden in slimme deurbellen, camera's, laptops, airco's die zien waar iemand is en veiligheidssensoren. Partners in dit veld zijn bedrijven als Google en Nvidia, serieuze grootmachten. Ook heeft Himax patenten en samenwerkingen met Apple en Google op het gebied van VR/AR-brillen, de mogelijk volgende grote groeiemarkt. Kortom: Himax is breed actief in groeiemarkten en is perfect gepositioneerd in diverse toekomstige ontwikkelingen rondom AI, virtual reality en verdere automatisering. Nu de voorraadafbouw van de laatste 2 jaar klaar lijkt te zijn, zit de omzet weer in de lift. Voor dit jaar rekenen we op een winst per aandeel van USD 0.75 a 1. De aandelen zijn dus ondanks de koerssprong van de laatste tijd te koop op een P/E van minder dan 10x. Ook betalen de aandelen een mooi dividend van zo'n 4% op de huidige koers. Himax is altijd behoorlijk aandeelhoudersvriendelijk geweest en keert normaliter minimaal de helft van de winst uit. Als de groei doorzet dan kan de winst per aandeel in de komende jaren terug naar de winst uit het topjaar 2021, toen het bedrijf USD 2.50 per aandeel verdiende. De operationele hefboom van het bedrijf is groot, waardoor omzetgroei zich vertaalt in een nog snellere winstgroei. Himax is wat ons betreft een van de zeer weinige bedrijven in deze sector die nog te koop is op een aantrekkelijke multiple, winstgevend is en een aantrekkelijk dividend betaalt.

Wanneer beleggers zich dit beseffen dan kan de upside zeer groot zijn, daar bedrijven in deze hoek tegenwoordig tegen astronomische waarderingen van eigenaar wisselen.

## **Marlowe**

Net als vorig kwartaal een update over Marlowe. Waar we vorige keer al schreven dat er een superdividend in de maak was, weten we nu meer over de omvang en structuur van de kapitaalsteruggave. Marlowe heeft besloten om niet alleen een superdividend van GBP 1.55 per aandeel te betalen, maar ook nog eens voor GBP 75 miljoen aan aandelen te gaan inkopen. Dit terugkoopprogramma moet ergens in september afgerond zijn, waardoor de aandelen de komende tijd een flinke koopdruk tegemoet mogen zien. De aandelen liepen in aanloop naar de ex-dividend datum in juni stevig op en doen momenteel gecorrigeerd bijna GBP 6. Dat is een mooie koersstijging vanaf de niveaus die wij kort geleden nog betaalden, met de wetenschap dat we een deel van onze investering binnenkort op de rekening zullen krijgen. De onderneming besloot kort voor de aankondiging van de kapitaalsteruggave, waarover ze werden geadviseerd door Stifel, van adviseur te wisselen en Investec in de arm te nemen. Een ietwat wonderlijke aankondiging, daar je dit normaliter niet kort voor de aankondiging van een strategische herorientatie doet. Investec is de huisbank van Lord Ashcroft, de grootaandeelhouder in Marlowe. Blijkbaar wil hij graag dat de onderneming met een balans overblijft die precies schuldenvrij is, maar ook geen groot kassaldo bevat. Hetzelfde deed hij bij Impellam, voordat hij de onderneming verkocht aan Headfirst. Of we in die lijnen moeten denken is slechts speculatie, maar zoals we eerder schreven is het niet ondenkbaar dat er iemand een bod zou kunnen doen op het restant van het bedrijf. Het waren namelijk juist deze activiteiten die volgens de geruchten vorig jaar in het vizier zouden zijn gekomen van private equity. We houden het bedrijf de komende maanden scherp in de gaten en zijn sowieso van mening dat het bedrijf ondanks de flinke rally, interessant geprijsd is.

## **Laatste stand van zaken in Kurdistan**

Twee bemoedigende ontwikkelingen in Kurdistan die nog kort het bespreken waard zijn. Ten eerste heeft er kort geleden voor het eerst sinds de sluiting van de Ceyhan-pijpleiding een gesprek plaatsgevonden tussen de drie partijen die er met elkaar uit dienen te komen: De oliemaatschappijen (Apikur), Bagdad en de Kurdistan Regional Government (KRG). Deze meeting heeft weliswaar nog geen oplossing opgeleverd, maar er is volgens Apikur wel progressie geboekt in het uiteindelijk vinden van een oplossing. De bedrijven, die gezamenlijk Apikur vormen, hebben allemaal eigen individuele contracten met de KRG. Die zullen moeten worden omgezet in nieuwe contracten met Bagdad, die vanaf nu de tegenpartij zal zijn. Apikur heeft aangegeven prima bereid te zijn om dit te doen, zolang de economische waarde van de contracten maar gelijk blijft. Ook willen ze graag op een voorspelbare manier betaald worden, en geven daar drie opties voor:

Ofwel wordt er vooruit betaald, danwel worden de gelden op een speciale extern beheerde rekening gestort. Als derde mogelijkheid wordt er een bepaald deel van de olie in de haven van Ceyhan aan de maatschappijen toebedeeld, die het vanuit daar tegen directe betaling zelf aan de handelaren kunnen verkopen. Ook moet er een oplossing komen voor de ruime miljard USD aan vorderingen op de KRG. Kortom: we zijn er nog niet, maar er worden stappen voorwaarts gezet.

Een wellicht nog belangrijker positief punt is dat de ondernemingen, zoals we al eerder schreven, helemaal niet slecht gedijen onder de huidige omstandigheden. De verkoop van olie aan lokale partijen is weliswaar sub-optimaal, maar levert nog steeds flinke winst op. Nu de situatie al enige tijd aanhoudt, zijn er steeds meer handelaren die interesse hebben in deze olie en loopt de prijs die de ondernemingen kunnen rekenen voor deze olie op. Hierdoor is de cashflow van de ondernemingen sterk aan het oplopen, terwijl de investeringen op een zeer laag niveau liggen. De kasposities lopen hierdoor verder op, en dat zorgt ervoor dat de ondernemingen weer kunnen beginnen met het teruggeven van kapitaal aan de aandeelhouders. Gulf Keystone is hier het eerst mee begonnen. Het startte vorige maand een aandelen terugkoopprogramma van USD 10 miljoen en kondigde vorige week aan dat het ook nog eens een dividend van USD 15 miljoen gaat betalen, begin juli. Als gevolg van het besef in de markt dat de aandelen in deze bijzondere sector sowieso dus erg aantrekkelijk zijn, ook zonder een oplossing voor de heropening van de pijpleiding, zijn de koersen fraai aan het oplopen. De grote koerssprongen zullen we zien wanneer er een definitief akkoord is, maar in de tussentijd zien we dus ook op deze basis verdere waarde-creatie, dividenden en koersherstel.

### **SigmaRoc Plc – Lime for life**

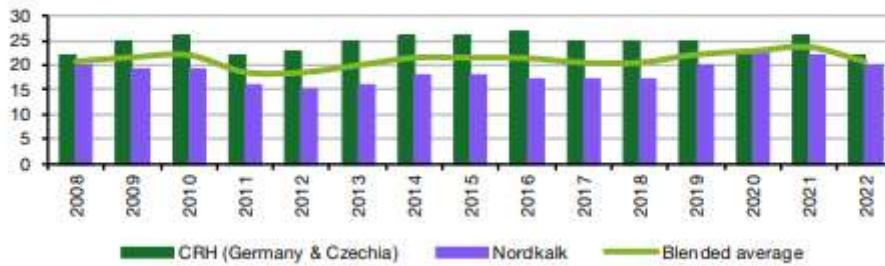
In de afgelopen kwartaalbrieven hebben wij regelmatig aandacht besteed aan nieuw opgenomen namen in de portefeuille zoals CAB Payments, PPHC en Marlowe Plc. Bij dit rijtje namen hoort ook een Brits bedrijf met een Nederlandse tint: SigmaRoc Plc. Deze Britse Kalksteen producent bevindt zich in een zeer interessante positie in een consoliderende markt. Kalksteen (Engelse term 'Lime') kent zeer veel toepassingen in de industrie, bouw en in de voedingssector.

Na enige tijd het bedrijf gevolgd te hebben kwam in november 2023 het nieuws naar buiten dat SigmaRoc de activiteiten van CRH (Cement Roadstone Holding Plc) over kon nemen, waardoor het bedrijf haar omzet verdubbelde tot meer dan 1 mrd Pond. Dit betekende een volgende stap in een opvallende opmars van het door de Nederlander Max Vermorken geleide bedrijf. In 2019 bedroeg de omzet van SigmaRoc nog 'slechts' 70 miljoen GBP.

Duidelijk is dat deze sector in consolidatie is en dat SigmaRoc aan de winnende hand is. De recente acquisitie werd door analisten van Liberum omschreven als '*a once in a lifetime opportunity*'. Onder andere door middel van een aandelenplaatsing werd de acquisitie gefinancierd en dat was voor OVMK ook direct aanleiding om mee te doen aan de plaatsing.

Wat ons met name enthousiasmeerde over de assets van SigmaRoc is dat deze zeer stabiele marges kennen en veel repeterende inkomstenstromen. Zie onderstaand de grafiek waarbij u ziet dat de gemiddelde winst voor afschrijvingen en belastingen circa 20% is sinds 2008. Hiernaast zijn lokale netwerken van groot belang aangezien men kalksteen niet te ver wil verplaatsen omdat dit niet economisch rendabel en milieuvriendelijk is. De recent aangekochte Duitse activiteiten dragen via een directe spoorverbinding dagelijks bij aan de toevoer van staalproducent Salzgitter. Maar de groep is ook vaste leverancier voor kattengrit, of de basis voor mortel (betontype) of cel betonblokken voor toepassingen in de bouw. Hier laat SigmaRoc ook haar innovatieve kant zien, want het produceert onder patenten bijvoorbeeld cel betonblokken die minder Co2 intensief zijn. Zo zijn er in totaal tientallen toepassingen van kalksteen. Kalksteen is onderdeel van ons dagelijks leven in veel dingen die we doen en dat maakt het ook interessant. Het product is nodig voor vele processen.

**Very stable EBITDA margins for diversified lime businesses**



Bron: Liberum

In mei 2024 hebben wij de kalksteengroeve in Oost-Duitsland (Felz werke) bezocht. Alhier waren we getuige van een zeer strak geleide en efficiënte operatie voor het produceren van kalksteen. Deze groeve werd al voor de oorlog in gebruik genomen en werd na modernisering in 1991 naar productie gemeten de één na grootste kalksteen productielocatie van Duitsland. Nadat deze locatie in diverse (o.a. private equity) handen is geweest is nu SigmaRoc de nieuwe eigenaar. Met deze overname zijn de meeste kaarten in Europa wat betreft productielocaties wel geschud. Het maakt SigmaRoc namelijk de nummer 1 of 2 in acht markten.

De recente acquisitie van CHR betekent dat samen met de andere assets (in onder andere Polen) nu voor 30-60 miljoen per jaar aan synergiën gerealiseerd worden. SigmaRoc heeft een gedegen trackrecord op dit gebied en we vertrouwen het management het realiseren van deze synergiën toe.

Voorlopig kenden we een prettig instapmoment met de aandelen op 46 pence en is de koers nadien gestegen tot ongeveer 67 pence. Hier stabiliseert de koers momenteel. Wij zien nog voldoende opwaartse mogelijkheden aangezien de echte voordelen van de schaalvergroting nog moeten doorkomen. Risico's zijn er natuurlijk ook, ondanks de vele toepassingen is de business toch voor iets meer dan de helft van de omzet blootgesteld aan de bouwactiviteit in Europa. Door de laatste overname zal de schuldgraad tijdelijk wel toenemen maar lang niet tot zorgwekkende niveaus. Bovendien kennen de acquisities een snelle terugverdientijd waardoor de schuldgraad ook weer snel zal dalen in de jaren na 2025.



Een deel van de Duitse kalksteengroeve

Hiernaast zijn de verwachtingen dat de eindmarkten van SigmaRoc per jaar 2,4% tot 2,7% groei laten zien tot en met 2031. Naast de huidige toepassingen zal kalksteen ook een rol gaan spelen in de energietransitie (carbon capture) en lithium batterijen. Genoeg om enthousiast over te blijven.

Meer informatie kunt u vinden via [sigmaroc.com](http://sigmaroc.com) of [felz.de/en](http://felz.de/en)



### **Renewi –**

Afgelopen jaar september kwam het bericht uit dat Macquarie Asset Management een bieding overwoog op afvalverwerker Renewi. Initieel werd er een bod genoemd van 775p (bijna 9 euro) per aandeel Renewi. Een forse premie ten opzichte van de toen geldende koers. Later werd dit indicatieve bod nog verhoogd, maar de reactie vanuit Renewi was duidelijk: het indicatieve bod is te laag. Voor Macquarie Asset Management een reden om geen definitieve bieding uit te brengen. Dit werd uiteraard gevolgd door een daling van de aandelenkoers en met de huidige koers van 7.90 € handelen de aandelen nog steeds onder de genoemde biedingen van vorig jaar.

De rationale van het management om de bieding af te wijzen is dat het van mening is dat het op termijn prima in staat is zelfstandig substantieel waarde toe te voegen. Naar onze mening is hiervoor met de recente verbetering van de winstgevendheid en het van de hand doen van de Britse activiteiten een solide basis gelegd.

### Margeverbetering

Eén van de redenen van de lage waardering van Renewi is de teleurstellende margeontwikkeling. Naast de cyclische tegenwind in de belangrijke commercial waste divisie werd die extra gedrukt door lage marges in met name de Mineralz & Water divisie. Deze divisie is marktleider in Nederland en België in het behandelen en reinigen van verontreinigde grond, afvalwater en oliehoudend slib. Daarnaast wordt een breed scala aan verpakte chemische afvalstoffen verwerkt. Na een aantal moeizame jaren is hier afgelopen jaar echter een significante verbetering behaald. De operationele winst steeg van 0.5 miljoen naar 9.6 miljoen. Het is de verwachting dat deze verbetering ook in de komende jaren zal worden voortgezet.

### Verkoop activiteiten in Groot-Brittannië

Afgelopen mei kondigde Renewi aan dat het een overeenkomst heeft gesloten om UK municipal (tegen een forse negatieve waarde) te verkopen aan branchegenoot Biffa. UK municipal bestaat uit vijf op maat gemaakte contracten voor de verwerking van huishoudelijk afval waarvan de langste loopt tot 2040. Deze contracten zijn meer dan 10 jaar geleden aangegaan en zijn structureel verlieslatend en kunnen niet voortijdig beëindigd of heronderhandeld worden door Renewi. Ze drukken daarbij al jaren op de winstgevendheid en kasstromen. Ondanks het feit dat de divisie moet worden geherkapitaliseerd voordat het wordt overgedragen aan Biffa zal het tot een flinke vermindering van de financiële risico's leiden.

### Conclusie

Met de steeds toenemende focus op duurzaamheid is Renewi een aantrekkelijke toevoeging aan beleggingsportefeuilles. De benadering van Macquarie past in dit beeld en deze Australische vermogensbeheerder zag het als een aantrekkelijke toevoeging voor (één van) zijn beleggingsfondsen. Gezien de fundamentele verbeteringen en de nog steeds aantrekkelijke koers van Renewi is hernieuwde overname interesse niet uit te sluiten, maar ook bij het uitblijven hiervan verwachten wij dat de verbeterde prestaties en risicoprofiel tot een hogere aandelenkoers zullen leiden. Voldoende aanleiding om het afgelopen kwartaal onze positie in Renewi verder uit te breiden.

Dit kwartaalverslag is uitsluitend bedoeld voor participanten in het door Ophorst Van Marwijk Kooy Vermogensbeheer N.V. beheerde OVMK Value Fund. Dit kwartaalverslag geeft een toelichting op het door OVMK gevoerde beheer en strekt ter informatie voor deze participanten. Het verslag is geen beleggingsaanbeveling en ook geen advies op basis waarvan participanten dan wel anderen zelf beleggingsbeslissingen dienen te nemen