

Kwartaalverslag Q4 2023

Charlie Munger

28 november 2023 was een verdrietige dag voor iedereen die zich Value-belegger noemt. Charlie Munger overleed op 99-jarige leeftijd in zijn geboorteplaats Omaha. Munger werd bekend als zakenpartner van Warren Buffett, zijn 6 jaar jongere plaatsgenoot waarmee hij Berkshire Hathaway tot het succes maakte dat het heden ten dage is. De twee ontmoetten elkaar in het jaar 1959. Munger was toen 35 en Buffett nog een eind twintiger. Ze konden het direct goed met elkaar vinden en besloten de krachten te bundelen.

Munger was een uitgesproken belegger die zijn mening over de wereld en beleggingen bepaald niet onder stoelen of banken stak. Zo liet hij menigmaal weten wat hij vond van crypto. En dat was bepaald geen vleiend verhaal.. Ook gaf hij ooit aan dat er drie manieren zijn waarop je failliet kunt gaan: “Liquor, ladies and leverage”. Munger was de man die Buffett leerde om soms te accepteren dat echt goede bedrijven vrijwel nooit spotgoedkoop zijn. En dat het dus soms, met weliswaar zeer duidelijke grenzen, loont om iets meer te betalen voor bedrijven met een duidelijke “moat”: een slotgracht om de concurrentiepositie. Buffett is hem nog steeds zeer dankbaar voor zijn advies om inderdaad de vraagprijs te betalen voor See’s Candies, een van de meest succesvolle Berkshire Hathaway beleggingen ooit. Mevrouw Florence See was nogal gehecht aan ronde getallen en wilde in het jaar 1972 precies USD 25 miljoen hebben voor het familiebedrijf. USD 25 miljoen, en geen cent minder. Dat vond Buffett eigenlijk te hoog, waardoor de deal dreigde af te ketsen. Munger zette door en uiteindelijk kocht Berkshire het bedrijf voor USD 25 miljoen. Sinds de aankoop heeft Berkshire meer dan USD 2 miljard aan ingehouden winsten te danken aan het bedrijf. Buffett prees zijn partner Charlie Munger meermaals voor zijn vasthoudendheid. Hoewel dit zeker geen bewijs is voor het feit dat Value-beleggers scheutig zijn als het aankomt op de prijzen die ze voor specifieke beleggingen willen betalen, is het een belangrijk moment geweest in de bedrijfsvoering van Berkshire. Naarmate de jaren passeerden werd Berkshire steeds groter en werd het steeds moeilijker om beleggingen te vinden die pasten in het door Buffett gehanteerde spelletje van het kopen van “cigar butts with one puff left”. In de schoolbanken bij de eveneens legendarische Value-belegger Benjamin Graham, leerde Buffett dat het uiterst kansrijk kan zijn om te beleggen in bedrijven die voor een dusdanig lage prijs te koop zijn dat de belegger in feite een gratis trekje van een op de grond gegooid peuk kan krijgen. Hoewel dat een strategie is die nog steeds zeer profijtelijk kan zijn, is er een nadeel aan de strategie. Ten eerste is het zo dat er na dat ene trekje niet vaak meer inzit, en dat dus de opwaartse potentie beperkt is. Ten tweede zijn dit soort situaties vaak geconcentreerd in bedrijven met een kleine beurswaarde. Naarmate Berkshire groter werd, begon het dus steeds moeilijker te worden om dit soort situaties te vinden, daar de verhandelbaarheid van dit soort aandelen vaak te klein is.

Noodgedwongen moest Berkshire daarom in toenemende mate kijken naar bedrijven die groter en vaak hoger gewaardeerd waren.

Dat is op zich een nadeel. Buffett heeft vaak aangegeven dat hij graag zou willen ruilen met beleggers die slechts een fractie van zijn vermogen beheren, zodat hij een veel breder spectrum aan bedrijven kan bekijken. Toch is het niet gek om ook als kleine belegger te blijven beseffen dat sommige bedrijven nu eenmaal een bepaalde waardering verdienen en daardoor nooit spotgoedkoop worden. Dit staat geheel niet haaks op een Value-strategie: ook Value-beleggers kunnen bereid zijn om te betalen voor kwaliteit. Waar ze echter voor passen is het reeds betalen voor een glorieuze toekomst die er al dan niet zou kunnen komen. En daar wijkt de Value-belegger af van de groeibelegger, waar hoge groei de belangrijkste factor is.

Terugblik 2023 en vooruitkijken naar 2024

Zoals wij al schreven in de vorige kwartaalbrief was 2023 niet een gunstig jaar voor de Value beleggingsstijl. Rode draad hierin was de almaar stijgende inflatie en renteverhogingen door de centrale banken om die stijgende inflatie te beteugelen en de economie die langzaam richting recessie bewoog. Met name Mid-en Smallcap bedrijven werden daarbij hard geraakt omdat de markt deze bedrijven ziet als rente- en conjunctuurgevoelig. Stijgende rentes zouden de winsten van deze bedrijven proportioneel harder raken dan large cap bedrijven alsmede ook de schulden die kleinere bedrijven hebben veel duurder maken. Dit was ook goed zichtbaar in de jaarrendementen van de verschillende hoofdindexen over de wereld. Waar de hoofdindex FTSE 100 in Engeland bijvoorbeeld een jaarrendement van 2,5% noteerde viel het Small-cap segment 8% terug ten opzichte van 1 januari 2023. Ook dichterbij huis zien we eenzelfde beeld: de AEX noteerde een winst van 14,5% en de Midcap index noteerde vrijwel vlak.

Ook hadden veel Hong Kong aandelen het zwaar getuige de circa 15% die de toonaangevende Hang Seng index in 2023 verloor. Verder vielen de enorme rendementen in de Verenigde Staten natuurlijk op. De S&P 500 won 25% en de Technologie index Nasdaq won zelfs 55% na in 2022 34% te hebben ingeleverd. In de VS zien we nu nog meer dan eerder buitensporige waarderingen van aandelen ontstaan en de koerswinsten van de beurzen worden gedragen door enkele namen zoals Amazon, Meta, Alphabet en Tesla.

Deze bekende bedrijven kennen nu waarderingen van 30 tot 60 keer de winst ... volgens ons is dit niet houdbaar. De Amerikaanse S&P 500 als geheel noteert op een multiple van 21x en die van de FTSE 100 op minder dan 10. Hong Kong aandelen handelen tegen een multiple van 6x. Het duurt dus respectievelijk gemiddeld 21 jaar, 10 jaar en 6 jaar om terug te verdienen wat je betaalt voor deze bedrijven.

Het startje van het jaar bracht nog wel wat opluchting in diverse koersen nadat de inflatie, althans volgens de interpretatie van de markt, redelijk tot staan is gebracht wat tot gevolg gaat hebben dat de marktrente komend jaar naar verwachting omlaag zal gaan. Direct zagen we diverse berichten en adviezen die Small- en Midcap aandelen aanprezen als 'de' beleggingscategorie voor 2024.

Het FD kwam recent ook al met de analyse dat Europese Mid- en Smallcap aandelen voor het eerst sinds 2004 weer met een korting verhandeld worden ten opzichte van grote bedrijven.

In Engeland zien we al lange tijd forse druk op de koersen. Het gerenommeerde *The Economist* en *The Financial Times* schreven dat de uitverkoop van Britse aandelen nu wel tot staan is gebracht. Pensioenfondsen uit Engeland hielden in 1997 nog ruim 45% van alle aandelenbelangen in Engeland aan. Het belang in UK Bedrijven is de laatste jaren drastisch gezakt tot een schamele 4% , het kan bijna niet lager. De AIM index is de laatste 3 jaar 30 procent gezakt en zette een bodemkoers neer afgelopen oktober. Langzaamaan daalt het besef in dat dit te ver is doorgeschoten.

Te goedkoop betekent met hoge premie van de beurs

Niet vreemd dus, en dat is niet de eerste keer dat we dit melden, bleek recentelijk dat veel aandelen wel erg goedkoop zijn geworden en dat is met name terug te zien in de overnamepremies die worden betaald. Meest recente en tastbare voorbeelden uit de portefeuille zijn **Hotel Chocolat** (waarover later in de brief meer), **Impellam** en **Wentworth** waarbij de overnamepremies zelfs de stoutste dromen overtreffen. Hiernaast gaan er dus weer drie namen van de portefeuille van de beurs, terwijl de fusie en overnamemarkt wereldwijd fors afnam. In Europa nam de waarde van alle overnames met bijna 20% af in 2023, ook het aantal deals nam fors af.

Grootste nieuws van de laatste maand van het jaar 2023 was dat Impellam Group na maandenlange overnamegesprekken overgenomen gaat worden door het Nederlandse Headfirst. De premie is wederom niet mis te verstaan namelijk 154% (!) ten opzichte van de koers toen de eerste gesprekken uitlekten naar de pers en 66,7 procent ten opzichte van de koers van 12 december vlak voor het aankondigen van de overname 13 december. Wij zijn dan ook erg blij met dit nieuws en bovendien blijven we door de uitgifte van converteerbare leningen en kortlopende obligaties nog even aan boord van deze nieuwe combinatie.

Het was uiteraard zeker niet alles wat uitblonk zoals gezegd in 2023. Zo had het Hong Kong fund last van het matige sentiment rondom China en het Special Bond Fund had het om diverse redenen ook lastig. Daarbij zaten in de individuele portefeuille de aandelen **Genel Energy** en **Gulf Keystone** ook in de hoek waar de klappen vielen. We schreven u er al eerder over. Sinds maart 2023 is de olie-export naar Turkije stilgelegd en is er sprake van een politieke impasse tussen Bagdad, Erbil en Turkije. Hoewel alles in de goede richting lijkt te bewegen is er nog altijd geen oplossing en moeten de bedrijven het doen met binnenlandse verkopen die de kosten net dekken. Hiermee hebben we ook direct één van de grote thema's voor 2024 te pakken. Immers als de export (ter grootte van 0,5% van de wereldvraag) weer hervat wordt zitten deze bedrijven weer klaar om enorme kasstromen te genereren zoals dat tot maart '23 ook het geval was. Tot die tijd hebben we een kasstroom neutrale operatie en (gelukkig) balansen die uitpuilen van de liggende kasgelden.

Ook willen we **Begbies Traynor** benoemen. Het beursgenoteerde familiebedrijf dat al zeer lang (met succes) in de portefeuille zit. Dit aandeel verloor 20% van haar waarde in 2023. De prestaties van Begbies zijn echter dik in orde en periodiek doen zij lokale overnames om meer schaal te creëren. Met veel anticyclische business blijven we onverminderd enthousiast over Begbies. Het lijkt erop dat er nog een derde activiteit bij gaat komen in de vorm van belastingadviezen. Wij zien dit als een mooie aanvulling op de insolventie en de accountancy activiteiten die het bedrijf heeft.

Hiernaast hebben we recent ook enkele nieuwe namen aan de portefeuille toegevoegd. In komende kwartaalbrieven zullen wij nog nader aandacht besteden aan de nieuwe aandelen **Cab Payments, Marlowe PLC** en **SigmaRoc**. De start is in ieder geval veelbelovend met in december stijgende koersen van 15% tot wel 40%.

OVMK Special Bond Fund

Door de rente die maar bleef stijgen en enkele bedrijfsspecifieke situaties was het een moeizaam jaar voor de obligatieportefeuille in 2023. Er zijn enkele thema's die in 2024 en daarna kunnen gaan zorgen voor verandering en daar besteden we hier kort aandacht aan.

Als eerste de inverse yield curve. Voor de professionals een begrip van alledag maar het is goed even uit de leggen wat we hiermee bedoelen. De eenvoudigste manier is het tastbaar maken aan de hand van een voorbeeld.

In een normale wereld is het zo dat indien u voor 2 jaar geld uitleent, wat een overzichtelijke periode is, u minder rente kunt vragen dan als het geld langer uitgeleend is. Er kan natuurlijk veel gebeuren maar indien u voor 20 jaar geld wilt uitlenen dan ontvangt u daarvoor een hogere rente dan als u korte tijd uw geld uitleent. U loopt immers langer risico op wanbetaling.

Op de financiële markten is echter al een tijdje iets vreemd aan de hand. De korte rente is hoger (!) dan de lange rente en dat fenomeen noemen we INVERS (omgekeerd). De oorzaak hiervan is helder. Doordat de Centrale Banken zich ten doel hadden gesteld de hoge inflatie te beteugelen hebben zij de korte rente diverse keren verhoogd. De verwachting is echter dat die inflatie weer gaat dalen naar om en nabij de 2%. Het langjarige doel van veel centrale banken.

Die inverse curve is historisch gezien ook vaak een teken van economische spanning (recessie), maar die is ook vaak maar tijdelijk. De gevolgen voor het Special Bond fund waren aanzienlijk maar daarmee ook tijdelijk van aard.

Allereerst hebben we erg veel obligaties in het fonds met een korte resterende looptijd. Zo zal een aanzienlijk deel van de portefeuille binnen 3-5 jaar afgelost worden en ontvangt diegene die het geld heeft uitgeleend 100% van de leensom retour.

Door de hoge korte rente zijn veel van dit soort leningen onder 100% van hun nominale waarde belandt maar dit is enkel het effect van de hoge marktrente en dat staat los van de eindsom die je uiteindelijk ontvangt. Daarbij ontvangen we ook vaak dubbelcijferige coupons (renteopbrengsten) en dat opgeteld kan de belegger in deze obligaties niet minder dan enthousiast zijn en is het een kwestie van tijd dat deze gelden naar de belegger toekomen. Zo wordt in maart 2024 de HKN 11% lening afgelost en dat is de eerste in een lange rij leningen die vrij gaan vallen maar nu nog 'verborgen' waarde hebben.

Een ander gevolg van die inverse yield curve is de lage koersen en het uitblijven van coupon uitkeringen van de Steepeners. Steepeners zijn financiële instrumenten uitgegeven door financiële instellingen. De Steepeners hadden we enkele jaren geleden opgenomen om in te spelen op de rentestijgingen die vanaf de negatieve rente die we kenden onvermijdelijk zou gaan draaien naar een positieve rente. Steepeners genereren rente aan de hand van het verschil tussen de 30 jaarsrente en de 2 jaars rente, lang minus kort dus. Is dat verschil groot genoeg dan ontvangt de belegger een flinke uitkering. Toen de rente negatief was en het verschil tussen kort en lang te klein was, hebben we deze obligaties uitgegeven door gerenommeerde financiële instellingen zoals Morgan Stanley, Jefferies, Bank of America en Goldman Sachs op lage niveaus gekocht.

Hetgeen we hadden gedacht kwam deels uit. De rente ging weer naar normale niveaus en de Steepeners gingen weer geld uitkeren. Echter in 2022- 2023 zijn de Steepeners allemaal weer ver onder de nominale waarde gaan handelen. De reden hebben we u uitgelegd en is wederom van tijdelijke aard. De korte rente is nu al een tijdje hoger dan de lange rente, maar zal ongetwijfeld gaan normaliseren in de toekomst. Reden genoeg om enthousiast te zijn over dit deel van de portefeuille voor de komende tijd.

Als laatste noemen we **Dignity Plc** noemen. In 2021 hebben we u al bericht over de Britse uitvaartonderneming. Het idee was duidelijk. Het hebben uitstaan van de obligatieleningen vormt een blokkade voor het apart zetten van de waardevolle crematoria. Het was de reden waarom Phoenix Asset Management het bedrijf van de beurs haalde en kort daarop al hintte op het apart zetten van deze crematoria en daarmee waarde te genereren. Dat plan mislukte, althans voorlopig. De rente ging stijgen en daarmee ging het hele plan op de helling. De financiering van het kostbare plan werd daarmee een stuk duurder en de prijs waarop de obligaties afgelost zouden moeten worden kwam ook omlaag. Alleen maar verliezers helaas. Recent is er een aanbod gekomen om op 84,25% van de oorspronkelijke waarde de obligaties af te lossen. Dit betekende een flinke sprong ten opzichte van de waarde van de lening die was gezakt naar zo'n 60%. Mooi nieuws, echter zijn wij van mening dat de leningen niet zomaar kunnen worden afgelost onder de nominale waarde. Wij hebben dan ook als één van de weinigen tegen dit plan gestemd waar echter een ruime meerderheid voor bestond bij andere beleggers.

De financiering van dit plan is ondanks de goedkeuring nog niet rond. We houden dus de deur open naar meer koerswinst en daarbij handelt de lening nog lang niet op de waarde die Phoenix en Dignity nu bieden (74% versus 84,25%). Wordt ongetwijfeld vervolgd. De scenario's zijn duidelijk. Of de lening wordt in 2024 afgelost op 84,25%, of het plan haalt het niet wat tot gevolg heeft dat de leningen misschien kortstondig minder waard worden maar wel hun volledige potentie terugkrijgen. Eigenlijk hopen we op het laatste maar voor de korte termijn is het eerste (aflossen in 2024) een aanjager van de koers.

Hotel Chocolat

Er zijn sectoren die structureel de neiging lijken te hebben om slecht te presteren op de beurs. Te denken valt aan de bouwsector, waar er altijd weer een nieuwe tijdelijke omstandigheid lijkt te zijn die bedrijven verhindert om een rendement op het geïnvesteerde vermogen te maken dat beleggers een redelijk rendement geeft. Ook heeft de luchtvaartsector vrijwel altijd te kampen met economische omstandigheden die een fatsoenlijke marge in de weg zitten. Is het niet COVID, dan is het wel een recessie, pilotenstaking of plotseling stijging van de brandstofkosten die verklaren waarom Buffett eens zei: "Als beleggers wisten wat ze nu weten, hadden ze de gebroeders Wright uit de lucht geschoten." Daarentegen zijn er ook sectoren die juist opvallend goede rendementen opleveren. Wij lazten ooit een artikel over de buitengewone rendementen die de chocolade-sector beleggers over de jaren heeft opgeleverd en zijn dit bijzondere feitje nooit meer vergeten. Wanneer we kijken naar de rendementen die beursgenoteerde chocoladefabrikanten hebben opgeleverd dan zien we een overrendement dat substantieel is. Er valt wel wat bij te begrijpen. Zowel in economisch goede als slechte tijden is chocolade de vriend die er altijd is. Daarnaast zijn consumenten nogal merkvast als het gaat om dit soort producten en is het een uitgave die relatief klein is waardoor de prijselasticiteit beperkt is. Als belegger is het uiterst verstandig deze sector in de gaten te houden. Als Value-belegger is het dan alleen nog wachten op een moment waarop een van de beursgenoteerde chocolade-ondernemingen plotseling te koop is op een niveau dat een onderwaardering biedt. En dat moment kwam er.. Wij volgden het bedrijf Hotel Chocolat, een luxe niche-speler met een notering in de UK, al langere tijd. Het bedrijf was tijdenlang een publiekslieveling aan de beurs met een waardering die op z'n minst royaal te noemen viel. Het bedrijf werd in 2003 opgericht door Angus Thirwell en Peter Harris en ging in 2016 naar de beurs. Het aandeel, dat in 2021 was opgelopen naar ruim GBP 5, ging in 2022 ineens hard onderuit. Het bedrijf, dat in de UK erg succesvol was gegroeid, wilde internationaal expanderen en had haar vizier op de VS en Japan gericht. Dit bleek in de praktijk toch moeilijker en duurder dan verwacht, waardoor Hotel Chocolat halverwege 2022 besloot de groeistrategie om te gooien. De focus kwam volledig op verdere groei in de UK te liggen, waar ook nog voldoende groeikansen liggen. Beleggers vonden dit een teleurstellend bericht.. Het aandeel stortte volledig in en zakte van GBP 5 naar iets meer dan GBP 1. En dat vonden wij een prima reden er eens nader naar te kijken.

Eind 2022 besloten we een belang in de onderneming te nemen. We bouwden in de eerste helft van 2023 het belang verder uit naar een (achteraf veel te lage..) weging van een 0.5%. De reden van ons enthousiasme: hoewel er twee belangrijke groeimarkten uit de strategie waren weggevallen had de onderneming nog altijd de uiterst interessante thuismarkt in de UK waar ook nog voldoende groeimogelijkheden lagen. De koersafstraffing van ruim 80% was zodoende in onze optiek zwaar overdreven. De Britse markt lijkt in het Mid- en Smallcap-segment, zoals we eerder bespraken, in sommige gevallen niet in staat om op eigen kracht ondernemingen enigszins rationeel te prijzen. En dat is een uiterst vruchtbare voedingsbodem voor overnames. En de overname van Hotel Chocolat kwam: het Amerikaanse Mars zat al een tijd verlekkerd te kijken naar het bedrijf. De enorme koersdaling van Hotel Chocolat zorgde voor het ideale koopmoment, waarna de onderneming toesloeg. Mars biedt aandeelhouders een prijs van GBP 3.75 en dat is een premie van maar liefst 170% op de koers van de dag voor de aankondiging, toen de aandelen nog te koop waren op GBP 1.37. De premie betekent de hoogst betaalde premie voor een beursgenoteerde onderneming in de UK in de afgelopen 25 jaar. Een verdere aanwijzing voor het veel te ver doorgesloten pessimisme in de UK Mid- en Smallcaps markt waar extreme koopjes te vinden zijn.

We 'verliezen' zodoende wederom een modelnaam. Maar ook ditmaal laten we hierom geen traan. Tegen de juiste prijs is alles in de portefeuille te koop. We denken overigens dat ook Mars hier een goede deal maakt. Hotel Chocolat is met haar focus op luxe en ethische bedrijfsvoering een ideaal uithangbord voor de groep en onder de vleugels van Mars kan het bedrijf alsnog wereldwijd uitgerold worden. Een win-win voor iedereen.

Rest ons niets anders dan dat we iedereen graag een gelukkig en gezond 2024 toe wensen.

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.