



Voordat we beginnen aan de economische analyse van het afgelopen kwartaal, willen wij ons medeleven betuigen aan iedereen die is geraakt door de pandemie. Daarnaast hebben we bewondering voor de doorzettingskracht van mensen in de essentiële beroepen zoals onze zorgmedewerkers, politie, supermarktmedewerkers en alle andere landgenoten die in deze exceptionele situatie aan de frontlinies staan. Van ons kunt u verwachten dat wij volledig gefocust blijven op de samenstelling van uw portefeuilles. Dat is minder heldhaftig dan de bijdragen van eerdergenoemde groepen, maar moet juist in deze tijd zorgvuldig gebeuren. We hopen van harte dat u in goede gezondheid verkeert en dat we elkaar in betere tijden weer mogen ontmoeten.

Het zijn zoals gezegd extreem onzekere tijden met behoorlijk volatiele beurzen. Wij vinden dat het team van Kempen Oranje Participaties N.V. (KOP) in het hieronder opgenomen verslag over het eerste kwartaal de uitdagingen en hoe zij daarmee omgaan zeer goed beschrijft. Hof Hoorneman Houdstermaatschappij (HHH) houdt per 31-03-2020 4,57% aan van het kapitaal van KOP.

RENDEMENT

De intrinsieke waarde van KOP daalde in het eerste kwartaal van 2020 van € 209,03 naar € 163,08 per participatie waarmee het rendement uitkomt op -22,0%. Het gemiddelde rendement over de afgelopen drie jaar bedraagt +0,3% per jaar en over de afgelopen vijf jaar +8,7% per jaar, waarmee we onder onze doelstelling van gemiddeld 10% per jaar presteren.

HANDEL

De handelskoers op 1 april 2020 bedroeg € 163,90, gebaseerd op de intrinsieke waarde van dat moment met een opslag van 0,5% als gevolg van netto inflow in KOP. Het aantal geplaatste aandelen KOP steeg met 3% en de fondsomvang komt daarmee uit op circa € 610 miljoen. Voor het eerstvolgende handelsmoment van 1 juli 2020 geldt voor orders in KOP een instructiedeadline van 29 mei 2020 om 16:00u (via Euronext) en voor de houdstermaatschappijen enkele dagen eerder (via de transferagent van Van Lanschot Kempen).

MARKTONTWIKKELINGEN

Het zou een understatement zijn om te zeggen dat het een bewogen begin van het jaar was. De COVID-19-pandemie, met als gevolg wereldwijde "lockdowns", duwde de afgelopen weken een gezond groeiende wereldeconomie in een oogwenk in een diepe crisis die waarschijnlijk ernstiger zal blijken dan de financiële crisis van 2008/09. Bovendien daalde door het mislukte overleg tussen Rusland en Saudi Arabië de olieprijs tot historisch lage niveaus wat tot nog meer pessimisme leidde. Op de financiële markten was het in een oogwenk van 24 handelsdagen: tussen 19 februari en 23 maart verloor de wereldwijde MSCI index een ongelofelijke 33% waarbij Europese small-caps nog harder werden geraakt met een daling van de MSCI Europe Small-cap Index van 42%.

Terugkijkend op de afgelopen weken is de reactie van de financiële markten vergelijkbaar met de reactie op het virus zelf. De schrikreactie is enorm. COVID-19 is niet dodelijk voor het overgrote deel van de wereldbevolking. Echter, personen met een zwak immuunsysteem zijn zeer kwetsbaar. In het eerste kwartaal van 2020 zijn dan ook vooral de zwakke bedrijven hard geraakt door de economische crisis als gevolg van COVID-19. In de KOP-portefeuille houden we bedrijven met een sterk immuunsysteem in de vorm van een robuust business model, solide balansen en sterk management. Een handvol ziet nauwelijks effect op hun huidige gang van zaken, echter het overgrote deel van onze bedrijven wordt geconfronteerd met een plotselinge en complete



vraaguitval door de lockdowns, wat een enorme druk op kortetermijnomzet en winstgevendheid betekent.

PORTEFEUILLE-ONTWIKKELINGEN

We hebben in het eerste kwartaal geen nieuwe deelnemingen gemeld, maar we waren goed op weg in het Engelse Huntsworth totdat private equity partij CD&R in februari een bieding uitbracht op alle uitstaande aandelen met een premie van 50% op de koers. Op dat moment had KOP een kapitaalsbelang van ongeveer 3% van de onderneming. Huntsworth levert marketing- en communicatiediensten aan de wereldwijde farmaceutische industrie.

KOP heeft in het eerste kwartaal haar deelneming in Oeneo verkocht aan de controlerende familie die in november 2019 een bieding lanceerde op alle aandelen die het nog niet bezat. De positie in Oeneo vertegenwoordigde eind 2019 iets meer dan 6% van de portefeuille. Een groot deel van ons belang hadden we al tijdens de aanmeldingstermijn boven de biedkoers in de open markt verkocht. Met de aanmelding is het succesvolle hoofdstuk Oeneo voor ons afgesloten. Met inachtneming van dividenden heeft de belegging in Oeneo voor KOP sinds 2016 een gemiddeld jaarlijks rendement opgeleverd van ongeveer 19% waarmee het ruim heeft bijgedragen aan de rendementsdoelstelling van 10% per jaar van de portefeuille.

Door de combinatie van een ruime kaspositie en dalende aandelenkoersen heeft KOP een aantal nieuwe deelnemingen in opbouw en we hopen in het tweede kwartaal een aankondiging van een nieuwe deelneming te kunnen doen.

Wij zijn bij vrijwel al onze bedrijven tevreden over de jaarcijfers die zijn gepubliceerd. Zoals eerder gemeld daalde de intrinsieke waarde van KOP als gevolg van dalende koersen in het eerste kwartaal echter met 22%. Zoals gebruikelijk gaan achter dit portefeuillerendement grote koersuitslagen van onze individuele deelnemingen schuil. Allereerst is het belangrijk te benadrukken dat onze deelnemingen sterk genoeg zijn om de huidige crisis te overleven. Van de bedrijven heeft meer dan de helft een netto-kaspositie op de balans en de overgrote meerderheid van de portefeuille bevindt zich naar onze huidige visie in de veilige zone. We volgen de ontwikkelingen nauwlettend en we zijn in actieve dialoog met al onze bedrijven, met name zij die de komende weken en maanden de druk op hun winstgevendheid verder zullen zien toenemen. De koersuitslagen die we hebben gezien zijn dan ook vooral een reflectie van de gevoeligheid van hun winstgevendheid op de korte termijn voor de huidige economische crisis. De kortetermijnhorizon van beleggers in beursgenoteerde bedrijven blijft ons nog steeds verbazen. Emotie zorgt voor handel, wat zorgt voor koersvolatiliteit, wat zorgt voor emotie, wat zorgt voor handel, enz. Als de waardering van een bedrijf alle toekomstige kasstromen vertegenwoordigt, zou een halvering van de winst gedurende een jaar gevolgd door een herstel naar normale niveaus de koers slechts met enkele procenten mogen drukken.

Onze best presterende aandelen in het eerste kwartaal zijn AvonRubber (+6%), Forfarmers (-2%) en LaDoria (-6%) om de eenvoudige reden dat deze ondernemingen nauwelijks last ondervinden van de huidige economische crisis. AvonRubber verkoopt gasmaskers aan leger, politie en brandweer alsmede rubber onderdelen van melkmachines aan boeren. Forfarmers produceert veevoer voor Noordwest Europese boeren en LaDoria produceert Italiaanse voedingsconserven aan supermarkten, met name in Europa. Deze onderneming profiteert zelfs in beperkte mate van de pandemie door het hamsteren van consumenten.

De koersen van onze industriële bedrijven stonden de afgelopen weken onder forse druk, in lijn met de brede aandelenmarkt. XP Power daalde met 18%, BESI met 19%, Interroll met 24%, Nedap met 26%, Washtec met 32% en de koers van Lectra daalde met 35%. Deze groep van leveranciers van hoogwaardige (onderdelen van) machines is afhankelijk van het investeringsklimaat bij hun klanten. In de huidige crisis worden de investeringen door wasstraatexploitanten (Washtec), kledingproducenten (Lectra) en computerchip-producenten (BESI) tot een minimum teruggebracht door enerzijds vraaguitval bij consumenten en anderzijds



met het oog op maximale kasgeneratie. Wij houden dan ook rekening met fors lagere kortetermijnomzet en winstgevendheid bij deze deelnemingen. Een opvallende daler was Acomo (-22%), de handelaar in thee, specerijen, noten en zuidvruchten. Naar onze mening zal de kortetermijnwinstgevendheid door de crisis nauwelijks onder druk staan en wij hebben van lagere koersen gebruikgemaakt om onze deelneming uit te breiden, als de liquiditeit het toeliet. Dit geldt overigens voor een aantal andere bestaande deelnemingen waar waarderingen interessant zijn. Bij XP Power is bijvoorbeeld de kans groot dat de onderneming dit jaar winstgroei zal laten zien, met name door een enorme stijging van de vraag naar transformatoren voor medische apparatuur.

We hebben in het eerste kwartaal de meeste koersdruk gezien bij Coats (-45%), Suss Microtec (-45%), SAF Holland (-50%), El.En (-51%) en Kendrion (-53%) waarbij de koersdruk van Coats het meest opvalt. De producent van draad en garen Coats werd al in vroeg stadium getroffen door de COVID-19-uitbraak omdat het aanzienlijke activiteiten heeft in Azië, waaronder China. Nu wereldwijde kleding- en schoenenverkoop onder druk staan, zal Coats dit jaar waarschijnlijk ook een aanzienlijke daling van de winst rapporteren. Echter, de balans van Coats is sterk en het management onderneemt stevige maatregelen om de winst en de cashflow zoveel mogelijk te beschermen in de neergaande markt. Een van de maatregelen is het overslaan van het dividend.

Als Noord-Italiaans bedrijf met activiteiten in Italië en China bevond El.En zich in het oog van de storm. Naar eigen zeggen was de onderneming op weg naar het beste jaar ooit voordat de COVID-19-uitbraak haar in februari midscheeps raakte. De Chinese fabrieken zijn inmiddels weer opgestart, echter de Italiaanse activiteiten liggen nog grotendeels stil. El.En heeft een balans met een netto kaspositie, blijft innoveren en zal naar onze mening nog sterker uit deze crisis komen.

Onze meeste aandacht is de afgelopen weken uitgegaan naar onze automotieve spelers SAF Holland en Kendrion. Beide bedrijven sloten 2019 namelijk af met aanzienlijke schuld op de balans als gevolg van acquisities en met een dalende winstgevendheid zou de schuldenlast te zwaar kunnen worden. Gelukkig herstructureerde SAF Holland haar schuld in februari waardoor het op korte termijn geen aflossingsverplichtingen heeft en over voldoende liquiditeiten beschikt. Wij zijn onder de indruk van de kracht en snelheid waarmee de nieuwe CEO de huidige crisis tegemoet treedt. Er wordt wereldwijd fors in kosten, voorraden en debiteurenposities gesneden om winstgevendheid en kasstromen te beschermen. Bovendien wordt daarmee de onderneming klaargemaakt om optimaal te profiteren wanneer de truck en trailermarkt weer herstelt. Ondanks een aandelenuitgifte in november 2019 heeft Kendrion een bovengemiddelde schuldpositie als gevolg van de Intorq acquisitie (magneten voor robotica). De onderneming is in overleg met haar banken die zich coulant opstellen en reeds hebben toegezegd Kendrion ruim de tijd te geven om de balans te herstellen, mede omdat de onderneming nog een goede kasstroom genereert.

In de afgelopen periode hebben we meerdere gesprekken gevoerd met nieuwe potentiële commissarissen voor SuSS Microtec. Wij, en ook een aantal andere aandeelhouders, zijn van mening dat het bestuur van Suss Microtec versterkt moet worden. De winstgevendheid en kasstromen zijn ondermaats en de operationele en strategische aansturing moet beter. De technologie en machines van Suss zijn veelbelovend maar dit zien we simpelweg niet terug in de winstgevendheid.

Al onze deelnemingen brengen op dit moment hun noodplannen ten uitvoer om winstgevendheid en kasstromen te beschermen. Daarbij maken ze veelal gebruik van de steun die overheden bedrijven bieden, met name als het gaat om dekking van de loonkosten (bijvoorbeeld de "Kurzarbeit-regeling" in Duitsland). Echter door de ongekende onzekerheid over de mate en duur van vraaguitval wordt bij veel bedrijven (waaronder Coats, Washtec, Nedap, Kendrion, SAF Holland) het (slot)dividend over 2019 gepasseerd of uitgesteld. Gezien de langetermijnfocus van KOP kunnen we deze stap alleen maar onderschrijven. De extra liquiditeit bij bedrijven zorgt niet alleen voor een extra buffer voor onvoorziene omstandigheden, maar biedt ook mogelijkheden om kansen te pakken waardoor ondernemingen sterker uit deze crisis komen. Er bestaat de



mogelijkheid dat deze dividenden later in 2020 alsnog betaald zullen worden afhankelijk van de economische gevolgen van het COVID-19 op de winstgevendheid en balansen van de bedrijven.

WAARDERINGEN

De waardering van de KOP-portefeuille is gedaald gedurende het kwartaal. Gezien de enorme onzekerheid over de kortetermijnwinstgevendheid van onze bedrijven, grijpen we terug naar de gerapporteerde winsten over 2019. De voor cash gecorrigeerde koers-winstverhouding (EV/EBIT 2019) van de portefeuille staat op 10x. Uitgaande van de verwachting dat onze bedrijven op middellange termijn zullen terugkeren naar normale (2019) winstniveaus, dan is het langetermijnkoerspotentieel van de portefeuille in onze optiek interessant.

Disclaimer Kempen Capital Management N.V. (KCM) is de beheerder van Kempen Oranje Participatie N.V. (het "Fonds"). KCM heeft een vergunning als beheerder en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. De Fondsen zijn onder de vergunning van KCM geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten. Deze informatie biedt onvoldoende basis voor een beleggingsbeslissing. Lees daarom de Essentiële Beleggersinformatie (beschikbaar in het Nederlands en Engels) en het prospectus (beschikbaar in het Engels). Deze zijn verkrijgbaar op de website van KCM (www.kempen.com/nl/asset-management). De informatie op de website is (deels) beschikbaar in het Nederlands en het Engels. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Het Fonds houden op dit moment financiële instrumenten in de in dit document genoemde vennootschappen. Als beheerder van beleggingsfondsen ('asset manager') kan KCM posities opbouwen in financiële instrumenten uitgegeven door de in dit document genoemde vennootschappen en ze kan op elk door haar geschikt geacht tijdstip aan- en verkooptransacties uitvoeren. Dit document bevat geen beleggingsadvies, geen beleggingsaanbeveling, geen research, noch een uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument, en mag dan ook niet als zodanig geïnterpreteerd worden. De hierin opgenomen visie is onze visie per de datum van dit document en deze kan, zonder voorafgaande mededeling, onderhevig zijn aan wijzigingen. KCM heeft geen verplichting om de inhoud van dit document actueel te houden. Dit document is gebaseerd op informatie die wij betrouwbaar achten maar KCM geeft geen garantie noch is zij aansprakelijk voor de juistheid van de hierin opgenomen gegevens. Dit document is onafhankelijk van de hierin genoemde vennootschappen opgesteld.

BRON: <https://www.kempen.com/nl/funds/kempen-orange-participaties-nv>