



Hieronder is het verslag opgenomen van het team van Kempen Oranje Participaties N.V. (KOP) over het tweede kwartaal van 2020. Hof Hoorneman Houdstermaatschappij (HHH) houdt per 30-06-2020 4,49% aan van het kapitaal van KOP.

MARKTONTWIKKELINGEN PER 30-06-2020

De intrinsieke waarde van KOP steeg in het tweede kwartaal van 2020 van € 163,08 naar € 199,02 per participatie. KOP is op 5 juni 2020 ex dividend gegaan (€ 3,80 per participatie) waarmee het totale rendement voor het tweede kwartaal uitkomt op +24,3%. Terugkijkend heeft de portefeuille zich relatief robuust gedragen in de eerste helft van 2020 met een rendement van -3,0% vergeleken met een MSCI Europe Small-cap Index van -15,5%. Het gemiddelde rendement van KOP over de afgelopen drie jaar bedraagt +2,8% per jaar en over de afgelopen vijf jaar +14,7% per jaar, waarmee we boven onze doelstelling van gemiddeld 10% per jaar presteren.

HANDEL

De handelskoers op 1 juli 2020 bedroeg € 200,02, 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 marginaal en de fondsomvang aan het eind van het kwartaal was € 740 miljoen. Voor het eerstvolgende handelsmoment van 1 oktober 2020 geldt voor orders in KOP een instructiedeadline van 31 augustus 2020 om 16:00u (via Euronext) en voor de houdstermaatschappijen enkele dagen eerder (via de transferagent van VanLanschotKempen).

MARKTONTWIKKELINGEN

Na een enorme schrikreactie waarbij de Europese Small-cap index tussen 19 februari 2020 en 23 maart 2020 daalde met een dramatische 42%, heeft de index met een stijging van 19% in het tweede kwartaal een fors herstel laten zien, voornamelijk als gevolg van enorme steunmaatregelen die overheden en centrale banken lanceerden. Terugkijkend op de eerste helft van 2020 heeft de aandelenmarkt ruwweg een periode van relatieve rust gezien in januari en februari, gevolgd door paniek in maart, optimisme in april en mei en ten slotte bezinning in juni. Large-cap indices staan inmiddels weer bijna op het niveau van het begin van het jaar, gedreven door technologieaandelen, terwijl de MSCI Europe Small-cap Index nog 15% onder het niveau van het begin van het jaar noteert. Beleggers schuilen nog steeds in relatief liquide aandelen met zicht op omzetgroei en zijn huiverig om posities in te nemen in minder liquide small-caps aangezien de zichtbaarheid op hun kortetermijnwinstontwikkelingen vaak nog zeer beperkt is.

Nadat het aantal nieuwe COVID-19-infecties vanaf april afnam, versoepelden veel Europese landen de lockdown-maatregelen om hun economieën weer voorzichtig op te starten. Na initieel optimisme zorgen nieuwe uitbraken van COVID-19 in delen van de Verenigde Staten en op sommige plekken in Europa voor aanhoudende voorzichtigheid. Terwijl aandelenbeleggers zich voorbereiden op de komende rapportageperiode van een zeer zwak Q2 2020 en de (geo)politieke spanningen hoog zijn, verwachten we dat de volatiliteit hoog zal



blijven. Na een waarschijnlijk dieptepunt van de bedrijfswinsten in het tweede kwartaal, valt nog te bezien welke landen, sectoren en bedrijven de komende kwartalen het snelste en meest robuuste (winst)herstel zullen laten zien.

PORTEFEUILLEONTWIKKELINGEN

Men zegt wel dat om een goede belegger te zijn, het juiste emotionele gestel belangrijker is dan het juiste analytische vermogen. Beleggers die hun emoties de baas waren in de achtbaan van de eerste helft van 2020, zijn waarschijnlijk het meest succesvol geweest. Het maakt qua rendement niet veel uit wat de belegger heeft gedaan, als hij of zij maar niet in paniek heeft verkocht eind maart. Anderzijds, verkopen op de top in februari, weer instappen eind maart en rustig blijven zitten in de maanden daarna is maar heel weinig beleggers gegeven. Vaak laten beleggers hun beslissingen bepalen door emotie, aangewakkerd door heftige koersbewegingen, de papieren verliezen en het lawaai van beurscommentaren. We hebben wel eens eerder geschreven dat we af en toe jaloers zijn op private equity omdat ze niets te maken hebben met dagelijkse koersbewegingen en zich volledig kunnen richten op de bedrijfsontwikkelingen. Aan de andere kant geven koersen ons kansen die private equity niet heeft. Een goed emotioneel gestel is dan wel belangrijk en essentieel daarbij is een sterk beheerteam en degelijk en gestructureerd beleggingsproces.

We zijn verheugd te zien dat de grote koersuitslagen niet hebben geleid tot uitstroom in KOP, maar dat we zelfs instroom hebben gezien in de afgelopen twee kwartalen. Daarmee konden wij als beheerders ons focussen op de langetermijnontwikkeling van de bedrijven en kansen pakken die de aandelenmarkt ons bood. De omvang, het universum en de fiscale structuur van KOP betekent echter dat we niet altijd optimaal gebruik kunnen maken van de grote bewegelijkheid van beurskoersen binnen een kort tijdsbestek (de beurs daalde met meer dan 35% in slechts 20 handelsdagen en steeg met 25% in de 16 handelsdagen daarna). De verhandelbaarheid in kleine small-caps was simpelweg niet groot genoeg.

Dit neemt niet weg dat we in het begin van het jaar op hoge koersen aandelen hebben verkocht (BESI, biedingen op Oeneo en Hunsworth) en in maart en april op lage koersen hebben gekocht, zowel in bestaande deelnemingen (bijvoorbeeld BESI, Coats, XP Power, Lectra, Kendrion, Acomo, Nedap) als in deelnemingen in opbouw. Helaas was de liquiditeit niet altijd voldoende om direct een deelneming te realiseren, maar desondanks hebben we kunnen profiteren van het herstel in de aandelenmarkt. Timing is lastig en dat het herstel hard kan gaan, hebben we ervaren; een van de deelnemingen in opbouw is sinds het dieptepunt in maart alweer meer dan 100% opgelopen in koers.

We hebben in april een nieuwe deelneming aangekondigd in het Engelse DiscoverIE Plc. Het is een onderneming die wereldwijd actief is in de ontwikkeling, productie en verkoop van hoogwaardige elektronische systemen die worden gebruikt in structurele groeimarkten zoals duurzame energie, transport, zorg en industriële telecommunicatie. Voor meer dan 25.000 klanten produceert de onderneming een breed scala aan kritische producten zoals bijvoorbeeld meetsystemen voor windturbines, laadsystemen voor elektrische voertuigen, kabelsystemen voor medische apparatuur en telematica voor fabrieken. Omzet en winst zijn gedurende de afgelopen vijf jaar verdubbeld en de onderneming heeft het doel dit de komende vijf jaar te herhalen. Daarbij gebruikt de onderneming haar hoge kasstromen om kleine specialistische bedrijven te kopen in de gefragmenteerde internationale markten waarin zij actief is. Door een combinatie van autonome groei en acquisities moeten de winstmarges omhoog van de huidige 8,5% naar 12,5%. Onze deelneming in DiscoverIE vertegenwoordigde aan het eind van het tweede kwartaal ongeveer 4% van de KOP portefeuille.



De twee best presterende aandelen in KOP in het tweede kwartaal zijn technologiebedrijven Suss Microtec en BESI met koersstijgingen van respectievelijk 122% en 47%. Technologie aandelen zijn wereldwijd een veilige haven gebleken voor beleggers en hun koersen zijn fors hersteld in de afgelopen maanden. Zowel Suss als BESI zijn uitstekend gepositioneerd om te profiteren van de toenemende digitalisering van onze samenleving, een trend die wordt versneld door COVID-19. Bovendien worden Suss beleggers in toenemende mate enthousiast van de veranderingen die zich in het bestuur voordoen en die op termijn hopelijk tot een structurele verbetering zullen leiden van winstgevendheid en kasstromen. Als langetermijnaandeelhouder hebben wij voor de benoemingen van de commissarissen gesprekken met hen gevoerd en onze verwachtingen met hen gedeeld.

De zwakste koersbewegingen in het tweede kwartaal hebben we gezien bij DiscoverIE (-7%), Lectra (0%) en Forfarmers (+1%). DiscoverIE liet solide resultaten zien, echter de koers was in het eerste kwartaal relatief sterk gestegen en deed daarna niet mee met het brede herstel op de beurs. Beleggers blijven afwachting rondom Lectra, een onderneming geraakt wordt door de zwakke investeringscyclus van de wereldwijde auto-, kleding- en meubelindustrie. Met haar defensieve karakter bleef ook de koers van Forfarmers achter bij het brede beursherstel dat we hebben gezien in het tweede kwartaal, maar de koers van ForFarmers laat voor de eerste helft een positief totaal rendement zien.

Als we naar de eerste helft van 2020 kijken, zijn de beste aandelen AvonRubber (+54%), LaDoria (+20%) en Suss Microtec (+18%) geweest en de sterkste dalingen hebben we gezien bij (industriële) toeleveranciers Kendrion (-45%), El.En (-32%) en Washtec (-32%). Een combinatie van exposure naar de zwakke autovraag en met bovengemiddeld veel schuld als gevolg van de Intorq acquisitie eind 2019 zorgt bij Kendrion voor terughoudendheid bij beleggers. Als Noord-Italiaans bedrijf met activiteiten in zowel Italië als China bevond El.En zich in het oog van de COVID-19 storm. Naar eigen zeggen was de onderneming op weg naar het beste jaar ooit voordat COVID-19 haar in februari midscheeps raakte. De Chinese en Italiaanse fabrieken zijn inmiddels weer opgestart, echter de vraag naar haar machines blijft nog zwak. El.En heeft een balans met een netto kaspositie, blijft innoveren en zal naar onze mening nog sterker uit deze crisis komen. Tijdens de lockdowns werden de investeringen door wasstraatexploitanten uitgesteld en hadden de Washtec onderhoudsmonteurs moeite om klanten te bereiken. Door het herstel in gereden kilometers neemt de vraag naar autowassen weer toe en zal de investeringscyclus vanzelf volgen.

We hebben weinig verrassingen gezien bij de eerste kwartaalcijfers van onze bedrijven. De COVID-19-crisis had nog nauwelijks een effect op de bedrijfsresultaten tot eind maart en het is in veel gevallen nog onduidelijk wat de impact van de lockdowns is geweest op omzet, kosten en kasstromen sinds maart. Wij maken ons op voor de rapportageperiode rondom het tweede kwartaal, wat voor de meeste bedrijven het dieptepunt zal blijken in de resultaten. We kunnen dan wellicht wat voorzichtige conclusies trekken over de te verwachten jaarresultaten en -evenzo belangrijk- de kwaliteit van de balans aan het eind van het jaar. Wij prijzen ons gelukkig met een portefeuille van bedrijven met een robuust business model, solide balansen en een sterk management. Bedrijven zoals Coats en DiscoverIE denken dat de huidige crisis ze juist kansen kan bieden om middels aantrekkelijke acquisities hun marktpositie te versterken.



WAARDERINGEN

De waardering van de KOP-portefeuille is gestegen gedurende het kwartaal. Gezien de 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 12x. 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.

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