



Kwartaalbericht Houdstermaatschappijen

Q4 2020

Hieronder is het verslag opgenomen van het team van Kempen Oranje Participaties N.V. (KOP) over het vierde kwartaal van 2020. Hof Hoorneman Houdstermaatschappij (HHH) houdt per 31-12-2020 4,44% aan van het kapitaal van KOP.

ONTWIKKELINGEN PER 31-12-2020

Onderstaande teksten hebben betrekking op het vierde kwartaal van 2020.

RENDEMENT

De intrinsieke waarde van KOP steeg in het vierde kwartaal van 2020 van € 212,76 naar € 244,14 per participatie, waarmee het rendement voor het vierde kwartaal uitkomt op +14,7%. Met een rendement van +19,0% voor het hele jaar 2020 zijn wij tevreden met hoe de portefeuille zich heeft gedragen. Het gemiddelde rendement van KOP over de afgelopen drie jaar bedraagt +6,2% per jaar en over de afgelopen vijf jaar +17,8% per jaar, waarmee we boven onze doelstelling van gemiddeld 10% per jaar op lange termijn blijven presteren.

HANDEL

De handelskoers op 4 januari 2021 bedroeg € 245,36, gebaseerd op de intrinsieke waarde van dat moment met een opslag van 0,5% als gevolg van netto inflow in het fonds. De fondsomvang aan het begin van 2021 bedraagt € 900 miljoen. Voor het eerstvolgende handelsmoment van 1 april 2021 geldt voor orders in KOP een instructiedeadline van 26 februari 2021 om 16:00u

(via Euronext) en voor de houdstermaatschappijen enkele dagen eerder (via de transferagent van VanLanschotKempen).

MARKTONTWIKKELINGEN

Na de 'roller coaster' van de eerste helft van 2020 en een rustig derde kwartaal liet het vierde kwartaal een forse stijging van beurskoersen zien. Naast het feit dat de derdekwartaalcijfers van bedrijven relatief solide waren en consumentenbestedingen sterk bleken, was het belangrijkste nieuws de snelle beschikbaarheid en de hoge effectiviteit van verschillende vaccins tegen het Covid19-virus. Bovendien herhaalden centrale banken hun voornemen om de rente lang laag te houden, zelfs als de inflatie stijgt boven de 2%. Dit zijn de ingrediënten voor een 2021-scenario van een sterk economische herstel, aanhoudend lage rente wat positief zou moeten zijn voor beurskoersen. De MSCI World Index steeg dan ook in het vierde kwartaal 2020 met 15,0% en de MSCI European small cap index met 16,8%.

PORTEFEUILLE ONTWIKKELINGEN

Er is veel geschreven over het beursjaar 2020. Wij laten uitgebreide economische en politieke beschouwingen over de gevolgen van de Covid19-crisis voor andere commentatoren en concentreren ons vooral tot de gang van zaken bij onze 18 deelnemingen.

Het was voor KOP een jaar met twee gezichten. In februari en maart zagen we de paniecreactie op de beurs



Kwartaalbericht Houdstermaatschappijen

Q4 2020

waardoor de aandelen van cyclische bedrijven als BESI, Suss Microtec, Kendrion, Coats, Lectra en SAF Holland (semiconductors, kleding en automotive) fors onder druk stonden en defensieve namen als Forfarmers, LaDoria, Acomo en AvonRubber het relatief goed deden.

Nadat overheden en centrale banken eind maart enorme steunpakketten aankondigden, zette op de beurs een fors herstel in, nog verder geholpen door het nieuws in november dat vaccins snel beschikbaar zouden worden. Vooral de cyclische namen lieten na de zomer een herstel zien, mede geholpen door beter-dan-gevreesde tweede- en derdekwartalcijfers. In het vierde kwartaal lieten SAF Holland (+62%), BESI (+35%), Nedap (+26%) en Lectra (+24%) het beste koersrendement zien. De koers van SAF Holland herstelde sterk van een zwak niveau na de uitbraak van de Covid19-crisis. De vraag naar trucks en trailers lijkt zich goed te herstellen (mede door e-commerce) en de efficiëntiemaatregelen die de nieuwe CEO doorvoert laten een duidelijk positief effect op de marge zien. De focus op cash zorgde er ook voor dat de schuldratio's van het bedrijf binnen de afspraken met de banken bleef.

De koers van BESI profiteerde van een aanhoudend herstel van de semiconductorindustrie als onderdeel van de versnelde digitalisering van onze samenleving. BESI blijft zoeken naar verbeteringen in de interne organisatie en kostenstructuur waardoor de verwachting is dat de onderneming in de komende "upcycle" nieuwe winstrecords zal breken. Ook kondigde de onderneming een samenwerking aan met het Amerikaanse Applied Materials (AMAT). Verdere miniaturisatie van chips, de zogenaamde Wet van Moore wordt steeds afhankelijker van de back-end activiteiten in de chipindustrie, waar BESI actief is. De samenwerking met AMAT ondersteunt de leidende marktpositie die BESI heeft in de advanced packaging markt.

Belangrijk bedrijfsnieuws kwam van Acomo dat de overname aankondigde van Tradin, een internationale handelaar in biologische voedingsingrediënten (waaronder gedroogde producten, fruit, cacao, oliën, koffie en hoogwaardige sappen). Met haar wereldwijde netwerk en focus op snelgroeiende biologische producten vergroot Tradin de schaal, diversificatie en het groeipotentieel van Acomo. Door de overname wordt Acomo ongeveer een derde groter. De overname is deels gefinancierd door de uitgifte van € 96 miljoen nieuwe aandelen. Als een van de grootste aandeelhouders in Acomo zijn we reeds voor de aankondiging betrokken bij de overname van Tradin. Wij geloven dat met deze overname zowel het groeiprofiel van de onderneming als de liquiditeit van het aandeel verbetert en kan leiden tot een hogere waardering op de beurs. Wij hebben daarom ingeschreven op nieuwe aandelen Acomo en ons kapitaalbelang in de onderneming op peil gehouden.

Ander positief nieuws kwam van AlliancePharma, dat de overname aankondigde van het Amerikaanse Biogix, dat zich met het vitaminen- & mineralenproduct Amberen richt op klachten omtrent de menopauze. Met een omzet van \$ 27 miljoen zal dit qua grootte het tweede merk in de AlliancePharma-portefeuille zijn en met name de positie op de belangrijke Amerikaanse markt versterken. Wij verwachten dat de onderneming ook in 2021 nog een aantal aantrekkelijke acquisities zal doen.

De koersen van Avon Rubber (-24%), Forfarmers (+2%) en XP Power (+8%) bleven relatief achter waarbij de laatste geen opzienbarend bedrijfsnieuws liet zien.

Avon Rubber liet een scherpe koersdaling zien in het vierde kwartaal. De onderneming meldde een vertraging in de opstart van de productie en verkoop van nieuwe generatie kogelwerende vesten (via de in 2020 aangekondigde Ceradyne acquisitie). Tijdens een zogenaamde "First Article Test" bleek de impact



Kwartaalbericht Houdstermaatschappijen

Q4 2020

van een kogel bij één van de geteste vesten buiten de foutenmarge te zijn, waardoor de structuur van het product zal moeten worden aangepast wat tot een verwachte vertraging in de uitlevering zal leiden van ongeveer zes maanden. Na een koersstijging van 94% in de eerste negen maanden van het jaar, daalde de koers in het vierde kwartaal met 24%.

De resultaten van ForFarmers over het derde kwartaal waren zwak. De onderneming kondigde daarnaast de overname aan van De Hoop Mengvoerders. De Hoop maakte in 2019 € 110 miljoen omzet, met name in de Nederlandse kippenmarkt. Deze acquisitie is de eerste sinds de nieuw aangekondigde strategie op de Capital Markets Day in september 2020, waar meer focus lag op overnames. We hebben in het vierde kwartaal met de Raad van Commissarissen (RvC) gesproken. In ons gesprek met de RvC hebben we opnieuw onze zorgen geuit rondom het trackrecord van de onderneming op het gebied van overnames en ook op de operationele aansturing. Door een verbetering van beide elementen in combinatie met een solide balans en de aantrekkelijke waardering van het aandeel zal Forfarmers positief moeten bijdragen aan het toekomstige rendement van KOP.

In navolging van onze nieuwe deelnemingen in DiscoverIE en AlliancePharma, hebben we in 2020 nog een deelneming gerealiseerd, namelijk in het Zweedse Momentum Group AB. De onderneming is een leidende verkooporganisatie in industriële componenten en hulpmiddelen zoals gereedschap, machineonderdelen, schroeven en beschermende kleding. Via directe (online) verkoop en meer dan 100 eigen winkels worden producten verkocht aan voornamelijk industriële klanten, maar ook aan (bos)bouwbedrijven, installateurs en overheidsinstanties. Momentum levert eveneens aanpalende diensten zoals voorraadmanagement, automatisering en onderhoud van industriële motoren.

Momentum is voornamelijk actief in Zweden, Noorwegen en Finland. In 2020 heeft Momentum de Zweedse beursgenoteerde speler Swedol overgenomen wat in de komende jaren tot een versnelling van de omzetgroei en aanzienlijke kostenbesparingen zal leiden. Met hoge kasstromen en een sterke balans zien wij ruimte voor verdere acquisities die de marktpositie van Momentum in de Scandinavische markt verder kunnen verstevigen.

Wij volgen Momentum sinds haar afsplitsing van het industriële conglomeraat Bergman & Beving in 2017 en hebben na de aankondiging van de Swedol-overname gedurende de afgelopen kwartalen een positie opgebouwd. De deelneming in Momentum AB vertegenwoordigt ongeveer 4% van de KOP-portefeuille.

Ook na het realiseren van drie nieuwe deelnemingen in 2020 bevat de KOP-portefeuille een aantal nieuwe deelnemingen in opbouw. Wij hopen dat we ook in 2021 een nieuwe deelneming kunnen aankondigen.

Terugkijkend naar de afgelopen jaren schuilt een groot deel van het succes van KOP in het feit dat we een beperkt aantal onopgemerkte bedrijven hebben kunnen vinden in fundamenteel gezonde sectoren met integer en rationeel management. We houden deze bedrijven vervolgens voor de lange termijn en proberen als betrokken aandeelhouder waarde toe te voegen.

Het kunnen vinden van onopgemerkte aandelen komt voort uit ons universum van Europese microcaps die veelal nauwelijks worden gevolgd door institutionele beleggers of analisten. In veel van de bedrijven die we in portefeuille houden en op ons radar hebben, zien we nauwelijks research voorbijkomen. Een nadeel is dat de verhandelbaarheid soms beperkt is, echter het voordeel is dat aandelen verkeerd geprijsd kunnen zijn, wat ons kansen biedt.



Kwartaalbericht Houdstermaatschappijen

Q4 2020

Zoals eerder in menig kwartaalbericht vermeld, zijn we als betrokken aandeelhouder voor de lange termijn op zoek naar fundamenteel gezonde bedrijven. Ze moeten actief zijn in een gezonde industrie, winstgevend zijn, solide marktpositie hebben, verstandig aangestuurd worden en een sterke balans hebben. Vooral in een jaar zoals 2020 zijn deze kwaliteitskenmerken essentieel geweest voor het succes van de portefeuille.

Als betrokken aandeelhouder voor de lange termijn zien wij regelmatig fundamentele en/of cyclische veranderingen bij bedrijven en als deze positief zijn, profiteren wij ervan. Juist na deze momenten vindt er vaak een herwaardering van de aandelen plaats, wat een belangrijke bijdrage kan leveren aan het rendement van KOP. Hierbij denken we bij fundamentele veranderingen aan bijvoorbeeld desinvesteringen, acquisities, product-lancerings en nieuw management.

Bij El.En waren wij bijvoorbeeld getuige van de verkoop van het belang in dochteronderneming Cynosure en AvonRubber verkocht Avon Engineered wat in beide gevallen het profiel van de ondernemingen verbeterde. Doordat wij de bedrijven goed kennen waren wij in staat de positie in BESI op de juiste momenten in het meerjarig economische cyclus te reduceren en na enige tijd terug te kopen en hebben wij XP Power gekocht vlak voor het herstel in de semiconductormarkt. Het onbekende Coats hebben wij aangekocht nadat het haar notering verhuisde van Australië naar het VK, Kendrion gekocht na het aantreden van het huidige management en Momentum gekocht nadat het qua grootte verdubbelde door de overname van branchegenoot Swedol.

Ten slotte is het soms noodzakelijk om als aandeelhouder zelf een positieve verandering te initiëren door druk te zetten op het bestuur van onze bedrijven. De aanstelling van nieuw management bij SAF Holland en Suss Microtec zijn hier goede voorbeelden van.

WAARDERINGEN

De waardering van de KOP-portefeuille is gestegen gedurende het kwartaal. De voor cash gecorrigeerde koers-winstverhouding (EV/EBIT 2021E) van de portefeuille staat op 15x. In historisch perspectief is dit hoog, echter gezien de aanhoudend lage rente is de lange termijn koerspotentieel van de portefeuille in onze optiek nog steeds interessant.

BRON:

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

Kwartaalbericht Houdstermaatschappijen

Q4 2020



HOF·HOORNEMAN
BANKIERS

DÉ BANK VOOR VERMOGENSBEHEER

Oosthaven 52 | 2801 PE Gouda | 0182 - 59 77 77 | www.hofhoorneman.nl

Vestigingen: Gouda (hoofdkantoor), Arnhem, Groningen, 's-Hertogenbosch, Laren (NH), Maastricht

De informatie die u hierbij wordt aangeboden is samengesteld door Hof Hoorneman Bankiers NV (HHB) en betreft fondsen waar Hof Hoorneman Fund Management NV (HHFM) het beheer over voert. Ondanks de voortdurende aandacht voor de kwaliteit van haar berichtgeving kan HHFM niet garanderen dat de bovenstaande informatie steeds correct of volledig is weergegeven en aanvaardt HHB dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden. De informatie is generiek van aard en houdt derhalve geen rekening met specifieke beleggingsdoelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes van de ontvanger. De ontvanger mag bovenstaande informatie dan ook niet aanmerken als een persoonlijk advies: de ontvanger dient zijn of haar eigen adviseur te raadplegen om te overleggen of fondsen die bovenstaand aan bod komen, voor hem of haar een passende investering zijn en of de aangeboden informatie in overeenstemming is met zijn of haar doel- en risicoprofiel. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De verspreiding van bovenstaande informatie in andere jurisdicties dan in Nederland is mogelijk aan restricties onderhevig en de ontvanger van dit bericht dient zichzelf te informeren over eventuele restricties. Beleggen brengt risico met zich mee. De afnemer van de informatie is zelf verantwoordelijk voor de keuze en het gebruik van de informatie. De informatie is uitsluitend bedoeld om kennis te maken met de beleggingsresultaten van de fondsen waar HHFM het beheer over voert.

VERGUNNINGEN

Hof Hoorneman Fund Management beschikt over een AIFMD vergunning en is opgenomen in het register van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Hof Hoorneman Bankiers (HHB) bezit, binnen het kader van de Wet op het Financiële Toezicht, de vereiste vergunningen van zowel de AFM als De Nederlandsche Bank (DNB). HHB is opgenomen in de registers van AFM en DNB en is aangesloten bij de DSI.