

Kwartaalverslag Q4 2019

2019 was een lastig jaar voor mensen die in de Value-stijl geloven. De goedkoopste bedrijven op de beurs werden zo'n beetje het gehele jaar genegeerd, terwijl beleggers massaal op de veel duurdere beurslievelingen doken. In december zagen we echter een kentering: Value-aandelen zijn plotseling weer aan het oplopen en dat is niet meer dan terecht. Als gevolg van de afnemende Brexit onzekerheden maakten Engelse en Ierse mid- en small caps een comeback, de rentes liepen in december gestaag op en ondanks de aanhoudende spanning in Hong Kong begonnen de aandelen aldaar plotseling aan een opmars. En ook dat is een prettige, en wat ons betreft volledig terechte, ontwikkeling.

Ons werk is eigenlijk helemaal niet zo moeilijk: wij kopen aandelen en obligaties die te goedkoop zijn en we wachten rustig af tot ze duurder worden. Dat is eenvoudig, maar niet altijd makkelijk. Bij tijd en wijle, en in zo'n periode zitten we nu, wordt het geloof in deze stijl getest. Door tijdelijke euforie bij andere beleggingsstijlen is het voor veel beleggers verleidelijk om het roer om te gooien. Voor ons niet. Buffett zei eens: "Het kopen van dollarbiljetten voor 50 cent zal nooit uit de mode raken". En dat is precies wat wij ook vinden. Wij blijven dus gewoon doen wat we altijd doen, ook in een wereld die afgelopen periode geen enkel enthousiasme toonde voor de niches waar wij juist veel waarde zien. Wij vinden het onbegrijpelijk om te zien hoe goedkoop sectoren als olie & gas, banken en verzekeraars zijn geworden, terwijl beleggers over elkaar heen duikelen om voeding- en technologiebedrijven aan te schaffen. De prijs die ze daarvoor moeten betalen maakt ze blijkbaar niet veel uit, ook niet als er veel goedkopere alternatieven voorhanden zijn.

Een goede vraag aan de beheerder van een effectenportefeuille is nu dan ook: "Maar wat voor soort waarderingen hebben al deze beleggingen momenteel?". Beheerders van obligatieportefeuilles moeten dan schoorvoetend toegeven dat de onderliggende rente-inkomsten van de portefeuille vrijwel nul zijn en dat het rendement bijna geheel is gemaakt door stijgende koersen als gevolg van de negatief geworden lange rente. Rendement omdat er iemand anders bereid is gevonden om een nog gekkere prijs te betalen. Beheerders van aandelenportefeuilles kunnen ook niet anders dan toegeven dat de waarderingen van de onderliggende aandelen significant hoger zijn geworden in het afgelopen jaar. Dat is niet erg, maar het geeft wel aan dat er grenzen zijn aan hoe lang dat door kan gaan. Het onderliggende rendement van sommige beleggingen is door de hoge prijs ervan namelijk erg laag geworden.

Niet alleen wij maar ook u wordt getest. De laatste twee jaar waren koersmatig geen feest. Dat wil overigens niet zeggen dat de bedrijven die we in de portefeuille hebben het de afgelopen twee jaar zwaar hebben gehad. Integendeel! Als wij deze bedrijven volledig zouden bezitten en er dus geen beursnotering zou bestaan dan zouden we over het algemeen heel tevreden achterover leunen, daar de omzetten, winsten en dividenden kerngezond zijn. Onze bedrijven hebben echter wel een beursnotering en louter daarom overheerst er een heel ander gevoel, daar andere beleggers momenteel blijkbaar weinig interesse hebben in het kopen van deze aandelen. Wij waarderen uw standvastigheid en zijn van mening dat dit ook terecht is: kijken we gewoon naar de feiten en de onderliggende ontwikkelingen dan bent u eigenaar van een zeer breed scala aan bedrijven die op allerlei vlak actief zijn in verschillende regionen in de wereld. U bent eigenaar van ondernemingen die solide zijn gefinancierd, goede dividenden betalen en in toenemende mate zelf gebruik maken van de in sommige gevallen absurde prijzen waartegen anderen afscheid willen nemen om eigen aandelen in te kopen.

Wanneer we kijken naar de prestaties van onze ondernemingen in het jaar 2019 dan zijn we eigenlijk heel tevreden over wat al onze belangen dit jaar hebben gepresteerd. Hebben alle ondernemingen een topjaar? Nee, dat kan niet. Er zijn altijd bedrijven die, in wat voor economisch klimaat dan ook, last van tegenwind hebben.

Voorbeelden? Impellam. Dit uitzendbedrijf dat personeel tijdelijk danwel permanent bij bedrijven plaatst heeft als gevolg van de Brexit-onzekerheden last van wat terughoudendheid bij sommige klanten en heeft daarom een minder jaar. Dit wil echter niet zeggen dat je als eigenaar van dit bedrijf erg ontevreden kunt zijn: ook dit jaar wordt er gewoon netjes geld verdiend, is de balans op orde en heeft het bedrijf haar cashflow kunnen gebruiken om geld terug te geven aan de aandeelhouder in de vorm van een omvangrijk aandelen-terugkoopprogramma. En dat is een logische keuze: het bedrijf weet dat tijdelijke terughoudendheid bij klanten niet automatisch betekent dat de intrinsieke waarde van het bedrijf wezenlijk veel lager is geworden. Daar de koers van het aandeel dit wel impliceert, doet het bedrijf er verstandig aan om gebruik te maken van de beleggers die bereid zijn om tegen een koers die bijna de helft is van de koers in 2018, afscheid te nemen.

Dan over naar onze grootste holdings: Genel Energy en Gulf Keystone. Beide ondernemingen hadden een topjaar en boekten grote progressie in de ontwikkeling van hun olievelden. Ook bedrijven als Tomtom, Begbies Traynor, CPL, RAK Petroleum, Caretech, Gemfields, NIBC en Total Produce kunnen dit jaar erg tevreden zijn over hun prestaties. Wanneer we deze bedrijven volledig zouden bezitten en we dus niet zouden worden afgeleid door de koersen die anderen aan deze ondernemingen hangen, dan zouden we een heel tevreden gevoel hebben over 2019. Echter zijn deze bedrijven wel beursgenoteerd en zijn we niet volledig, maar slechts deels eigenaar van deze bedrijven. Per saldo zijn de koersen van deze ondernemingen slechts beperkt gestegen in 2019. Hoewel dat op zich geen ramp is, gebeurde dat in een jaar waarbij heel veel andere koersen wel hard stegen.

Rendement maken in 2019 was heel gemakkelijk! Je moest gewoon tech-aandelen, Amerikaanse aandelen of als defensief bekend staande aandelen zoals voedingsmiddelenproducenten hebben. Koersen van bedrijven als Heineken, Philips en DSM stegen met vele tientallen procenten.

Kwam dat omdat ze allemaal extreem veel meer bier verkochten dan het jaar ervoor, of meer koffiemachines verkochten dan iedereen had voorspeld, of meer chemische half-fabricaten?

Nee. Nou ja, misschien deels, maar niet zoveel meer dat het bedrijf plotseling 30, 40 of 70% duurder zou moeten zijn. Maar dat werden ze wel.

En dan hebben we het nog niet eens gehad over de echte groeiaandelen: de ASML's van deze wereld gingen nog harder omhoog. Vrijwel iedereen die iets met technologie deed, of dat nu winstgevend was of niet, kreeg applaus van de belegger. Bedrijven met een mooi verhaal of een spectaculaire toekomstvoorspelling zagen hun waardering(/koers) stijgen naar niveaus waarvan je je moet afvragen of dat in alle gevallen wel terecht zal blijken.

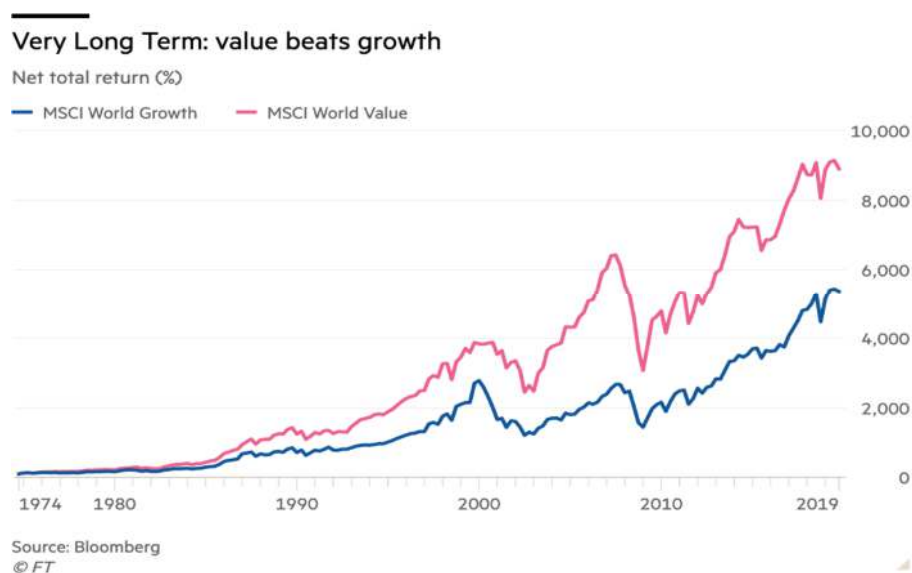
Annualized Trailing 10-Year Relative Total Return MSCI World Growth Versus Value



Het grafiekje hierboven laat goed zien wat er momenteel aan de hand is. Het is een enigszins technisch plaatje waarbij het echter slechts van belang is om naar het verloop van de grafiek te kijken om de parallellen te zien met de vorige keer dat we soortgelijke effecten zagen:

Net als eind jaren '90 van de vorige eeuw zijn beleggers ook nu weer enthousiast op groeiaandelen gedoken en zijn Value-beleggingen uit de gratie. Dit is een wereldwijd fenomeen dat nu al een paar jaar standhoudt en ook de tegenwind voor onze beleggingsstijl verklaart. Belangrijker is echter om te concluderen dat Value het de meeste jaren beter doet dan groei. Wanneer de grafiek zich in het grijze gebied begeeft kan men beter Value hebben, in het blauwe gebied doen groeiaandelen het beter. Het is dus in de laatste dertig jaar slechts tweemaal voorgekomen dat er sprake was van een outperformance van groei. Deze keer houdt het optimisme echter wat langer aan dan de vorige keer, eind jaren '90. We weten echter allemaal nog wel hoe het uiteindelijk verging met de meeste beurslievelingen uit die periode...

De onderstaande grafiek laat echter zien waarom wij Value-beleggers zijn: op de lange termijn is het een beleggingsmethodiek die veruit superieur is aan andere stijlen. Uiteindelijk komt Value altijd bovendrijven, ook na een tijdelijke pas op de plaats.



Van actief naar passief

Wij doen in iedere periode wat we altijd doen: het kopen van bedrijven waarvan wij denken dat we veel minder betalen dan de prijs die het bedrijf waard is. Daarna wachten we en ontvangen we in de tussentijd de kasstromen die het bezit van het aandeel of obligatie met zich meebrengt. Dat doen we als beurzen stijgen, dat doen we als beurzen dalen. We doen het als iedereen dit leuk vindt en we doen het als niemand het meer ziet zitten. Voor ons is dit namelijk de natuurlijke manier van investeren: beleggen als een koopman. Een handelaar die ergens een goedkope partij goederen kan kopen en die een tijdje later met winst van de hand kan doen, doet feitelijk niet veel anders. De markt als geheel denkt hier echter al een tijdje anders over.

Nadat we eerst jarenlang hebben betoogd dat mensen, na de kredietcrisis van 2008, toch vooral het vertrouwen moesten behouden in de aandelenmarkten, in de periode 2010-2015 begonnen we geleidelijk aan te vinden dat beurzen als geheel eigenlijk wel weer goed gewaardeerd waren. De rally op de aandelenmarkten hield echter aan en de koersen denderden maar door.

Alle koersen? Nee.. vooral bedrijven die iets spannends doen (biotech, internet, technologie) werden maar duurder en duurder en ook een andere categorie kreeg langzamerhand waarderingen die ons inziens aan de hoge kant werden: de zogenaamde low volatility stocks. Te denken valt aan Unilever, Heineken, Akzo, DSM. Bekende namen en stuk voor stuk prima bedrijven, maar inmiddels wel beleggingen met waarderingen die heel veel voorspoed inprijzen... Deze beleggingen worden met name gekocht door beleggers die eigenlijk van nature spaarders zijn maar door de lage rente en aanhoudende koersstijgingen op de beurzen zijn verleid om toch in aandelen te stappen. Ze willen dan echter wel allemaal naar het in hun ogen veiligste plekje op het ijs... de bekend klinkende grote namen. Hoewel het heel veilig klinkt om in dit soort namen te beleggen, kan iedere veilige belegging uiteindelijk risicovol worden als er een te hoge prijs voor wordt betaald. En in zo'n markt zijn we momenteel beland.

Een andere factor die een rol speelt is de sterke groei van passief gemanagede fondsen. Sinds enige jaren heeft er een forse groei plaatsgevonden van de markt voor ETF's, exchange traded funds, die een onderliggende index volgen. Deze fondsen kopen een bepaald mandje aandelen, meestal namen die relatief goed verhandelbaar zijn, zonder enige verdere input van een beheerder. Hierdoor volgen ze precies een bepaalde index, land of sector, zonder daarbij op zaken als waardering of aantrekkelijkheid te letten. Door de enorme instroom bij ETF's hebben ondernemingen die in breed gevolgde indices zitten extra rugwind gekregen, terwijl dat in veel mindere mate het geval is voor alle ondernemingen die niet in dit soort indices te vinden zijn. Ook dit effect heeft uiteindelijk grenzen. Er kan niet structureel een groot verschil blijven tussen de waarderingen van ondernemingen die wel in een index zitten tegenover ondernemingen die niet in een index zitten, al was het maar omdat anders de grote ondernemingen de kleine ondernemingen massaal zullen gaan overnemen. Tijdelijk kan dit echter wel degelijk het geval zijn, en daar lijkt nu zeker sprake van.

Kortom:

Ondanks het feit dat de Value-stijl op verschillende vlakken last heeft gehad van tegenwind denken wij dat juist dit het moment is om optimistisch te zijn. We zijn in staat om tegen zeer lage prijzen een fraaie selectie aan ondernemingen te bezitten terwijl beleggers in andere stijlen tegen torenhoge waarderingen aankijken. Dit besef lijkt nu ook voorzichtig door te dringen, waardoor wij denken dat we goede kaarten hebben om aantrekkelijke rendementen te behalen in de jaren die voor ons liggen.

Beter Bed

Hadden al onze bedrijven een goed jaar in 2019? Nee. Beter Bed kreeg het dit jaar zwaar voor de kiezen. Dat mocht geen verrassing zijn, daar we ons hiervan volledig bewust waren toen we onze positie innamen. Het was toen namelijk al duidelijk dat Duitse probleemdochter Matratzen Concord nog steeds kampte met forse tegenwind. Echter, en dat was uiteraard de reden voor ons om de positie in te nemen, had het aandeel daar al meer dan rekening mee gehouden. Op een koers van 4 euro was er al ruim 80% van de koers af en dat vonden wij een beetje te veel van het goede. De reden van ons enthousiasme over het bedrijf Beter Bed is het feit dat het bedrijf uit twee delen bestaat. Het eerste deel, Matratzen Concord, heeft het zwaar met de verkoop van matrassen, die in toenemende mate ook via het internet gekocht worden. De beddenwinkels, handelend onder verschillende merknamen met als grootste merk Beter Bed, lopen echter prima. Wanneer we kijken naar deze activiteiten dan is er geen vuiltje aan de lucht. Door middel van de aankoop van aandelen Beter Bed konden we onze handen leggen op een winstgevende en snelgroeiende beddenverkoper, waar de concurrentie van internet een veel kleinere factor is, daar mensen (blijkend uit de cijfers van dit bedrijfsonderdeel) niet massaal op internet een bed kopen maar eerst het daadwerkelijke product willen zien en voelen. En dat klinkt ook logisch, de gemiddelde verkoopprijs van een compleet bed is beduidend hoger dan dat van een simpel matras en daarom lijkt het logisch dat er door consumenten minder gemakkelijk op internet wordt gekocht.

De retail heeft het uiteraard op vele deelgebieden momenteel zwaar daar consumenten zich steeds vaker wenden tot het internet. Wij denken dat het als belegger echter wel van belang is om te kijken naar iedere specifieke productgroep, waarbij de ene productgroep een totaal ander risico loopt dan de andere als het gaat om deze dreiging. Een piano-verkoper kan waarschijnlijk rustiger slapen dan een speelgoed-verkoper. Dat blijkt dus zagezegd ook wel uit de gerapporteerde cijfers van de beddenwinkels van Beter Bed: hier is van krimp geen enkele sprake en zien we juist een groeiversnelling.

Daarnaast heeft Beter Bed als grootste speler grote schaalvoordelen waardoor het een goede relatieve prijspropositie kan bieden. Er zijn geen garanties dat er nooit enige druk vanuit het internet zou kunnen komen, maar wel factoren die het risico hierop sterk verkleinen. Hoewel we achteraf de aandelen te vroeg hebben gekocht, denken wij dat Beter Bed een aantrekkelijk bedrijf is. Na de verkoop van Matratzen Concord en vervolgens de sale-and-lease back van een drietal distributiecentra heeft Beter Bed inmiddels een sterke balans. De verlieslatende activiteiten zijn afgestoten en de resterende activiteiten zijn goed winstgevend en relatief snelgroeiend. Daar horen veel hogere koersen bij. Wij verwachten dat de markt dit ook gaat zien en dat het koersherstel, dat inmiddels is ingezet, door zal zetten. De koersen van meer dan 20 euro uit het verleden gaan we vermoedelijk niet snel meer zien maar wat ons betreft kan de huidige koers vrij gemakkelijk verdubbelen. Ook is het niet uit te sluiten dat iemand gebruik maakt van de lage koers van dit moment en een overnamebod doet op Beter Bed. Het bedrijf zou prima passen bij private equity-achtige partijen die met Beter Bed een fraai platform kopen dat verder kan worden uitgebouwd. Na de grote transformatie van het bedrijf en de sterke verbetering van de balans is er zelfs weer zicht op de hervatting van dividendbetalingen en dat zou een mooi signaal naar de markt zijn. Wij blijven zodoende enthousiast over de kansen van dit aandeel.

Genel / Gulf Keystone

In oktober brachten we een bezoek aan Irak. Twee van onze grootste holdings, Gulf Keystone en Genel Energy, hebben in het Iraakse deel van Koerdistan hun olievelden en gezamenlijk organiseerden ze een tour langs hun olievelden. Daarnaast was er een conferentie met presentaties van lokale ministers en partners, zoals Chevron. We werden meerdere dagen rondgeleid in dit bijzondere gebied, spraken daar met allerlei mensen van deze ondernemingen en reisden samen met geologen, analisten, journalisten en andere beleggers.

Wanneer we kijken naar de situatie in Irak dan moeten we concluderen dat er grote lokale verschillen zijn. In plaatsen als Mosul maar ook Bagdad is het nog onrustig. In Mosul zijn nog steeds IS-sympathisanten aanwezig terwijl er in Bagdad bloedige protesten zijn. In Erbil, de hoofdstad van Koerdistan waar wij verbleven, ligt de situatie anders. Het gebied wordt van oudsher bewaakt door de Peshmerga-strijders, die zeer belangrijk zijn geweest in het verslaan van IS. Erbil is zodoende altijd een relatieve oase geweest in een verder zeer gespannen gebied. Ook de olievelden die rondom Erbil gesitueerd zijn, zijn daarom ook niet in gevaar gekomen. Deze olievelden zijn voor het overgrote deel eigendom van allerlei internationale oliebedrijven, waarbij de Koerdistaanse overheid vrijwel altijd zelf ook een belang in het veld heeft. De olie die hier wordt gewonnen gaat via pijpleidingen naar bijvoorbeeld Turkije, waar havenplaats Ceyhan een belangrijke hub is voordat de olie wordt verdeeld richting de eindmarkten. De olieproducenten leveren hun productie aan de staat, die de rekening voldoet en de olie zelf doorverkoopt.

Het is zodoende in ieders belang dat de olieproductie doorgaat, het is immers de kurk waarop deze regio draait. Zelfs in 2016, toen IS vlakbij was, is er geen dag geweest waarop de productie van deze velden is stilgelegd. Ook 2020 is onrustig begonnen. Na de moord op Soleimani staan de verhoudingen wederom op scherp.

Hoewel niemand de toekomst kan voorspellen is het business as usual en is het bij de flink gestegen olieprijs alleen maar profijtelijker geworden om olieproducent te zijn, zelfs in deze regio. Olievelden in Koerdistan lijken niet een erg logische plaats voor vergeldingsmaatregelen door de Iraniërs en eventuele escalatie van de situatie zal in ieder geval tot nog hogere olieprijsen gaan leiden.

De investment cases voor Gulf Keystone en Genel zijn vrij simpel. Beide ondernemingen kunnen beschikken over omvangrijke kasposities, terwijl de enige schulden bestaan uit, ook door ons gehouden, obligaties. Wanneer we kijken naar de huidige verhoudingen dan worden de obligaties meerdere keren gedekt door alleen al de kaspositie. Daarnaast zijn beide ondernemingen uiterst cashflow-generatief en zijn de ondernemingen desondanks tegen een zeer lage prijs te koop. Hoewel de aandelen de laatste jaren flink in waarde zijn gestegen, zelfs na de afzwakking van de koers vanaf halverwege vorig jaar, zijn de aandelen eigenlijk nog steeds even goedkoop als toen we ze voor het eerst kochten. En dat terwijl ze in die tijd eigen aandelen inkochten, hun productie uitbreidden, nieuwe velden bijkochten en hun eerste dividenden uitkeerden.

Het aandeel Genel was eind 2016 te koop op een koers van GBP 80p. Voor hetzelfde aandeel moet nu ruim een pond meer worden betaald, GBP 1.82. Uit dat oogpunt is het bedrijf dus duurder geworden. Echter heeft het bedrijf in de tussentijd niet stilgezeten. In de kleine 3 jaar die we verder zijn is de balans verbeterd van een nettoschuld van USD 241 miljoen naar een netto kaspositie van naar schatting USD 150 miljoen per jaareinde. Deze kleine USD 400 miljoen, zo'n 300 miljoen GBP, is exact gelijk aan de stijging van de beurswaarde van Genel in deze periode.

Ondanks het feit dat Genel dus een extreem winstgevende olieproducent is, eigen aandelen inkoopt, dividenden uitkeert, haar productie flink heeft verhoogd en inmiddels over een veel betere balans kan beschikken, is het bedrijf dus feitelijk niet duurder geworden. We nemen dan nog niet eens mee dat de olieprijs in die periode flink is gestegen, IS definitief is verslagen en dat de beurzen als geheel een stuk duurder zijn geworden. Dit bedrijf is te koop op dezelfde waardering als toen en dat is een prachtige uitgangspositie. Wij denken dat beide aandelen het dubbele waard zijn van de huidige koers en zelfs dan hebben ze nog geen hoge waardering. Ondanks het feit dat dit altijd een regio in de wereld zal blijven die onrustig is, blijft het in ieders belang om door te gaan met dat ene ding waar het gebied goed in is: olie produceren. Dit was zo in 2016 toen IS voor de deur stond en is nog steeds het geval. Daarnaast zijn de bedrijven beschermd tegen tijdelijke negatieve effecten door hun ijzersterke balansen en hun enorme cashflow. Een bijzonder thema met veel opwaartse potentie en een zeer degelijke vergoeding voor het wachten hierop middels een riant dividend.

Begbies Traynor

Een van de leukste bedrijven in de portefeuille vinden wij het Britse Begbies Traynor. Dit bedrijf, opgericht door CEO/groootaandeelhouder Ric Traynor, is de partij die wordt gebeld wanneer een bedrijf failliet is gegaan en de boedel moet worden afgewikkeld. Niet per se leuk, maar wel noodzakelijk. Begbies richt zich op het middensegment en heeft dus vaak te maken met ondernemingen die binnen het Verenigd Koninkrijk een aantal vestigingen hebben. Soms betreft het ook bedrijven met nog wat buitenlandse activiteiten, maar verreweg de meeste zaken betreffen puur Britse bedrijven. De grotere faillissementen komen vaak terecht bij de grotere accountantskantoren, terwijl de allerkleinste zaken vaak worden afgehandeld door lokale spelers. In het middensegment heeft Begbies inmiddels een dominante positie en een zeer goede reputatie.

En dat is belangrijk, daar het er in dit metier toch vaak op neer komt dat banken en andere schuldeisers graag een vaste partij gebruiken. Hierdoor valt er voor Begbies normaliter goed brood te verdienen. Echter is de onderneming wel afhankelijk van het aantal faillissementen dat er feitelijk plaatsvindt. En op dat gebied was het de laatste jaren sappelen. Desondanks wist Begbies goede winsten te behalen en ieder jaar verder te groeien, maar werd het dus niet erg geholpen door de externe omstandigheden.

Door de zeer lage rente kunnen veel ondernemingen goedkoop lenen en kunnen ze financiële tegenspoed langer volhouden dan normaal het geval is. We zien echter een kentering. Voor het eerst in jaren is het aantal faillissementen in de UK, maar ook in ons eigen land, weer een beetje aan het oplopen. Vanaf een heel laag niveau zien we een eerste stijging en dat is goed nieuws voor Begbies. Het aantal zaken op landelijk niveau is nog steeds historisch laag maar Begbies heeft als gevolg van de groei van haar eigen marktaandeel en een aantal overnames een zeer goed jaar achter de rug. De organisatie is efficiënt ingericht en iedere stijging van het aantal zaken zal direct flink bijdragen aan de winst. Het aandeel Begbies steeg in 2019 met bijna 40% maar kan nog steeds niet duur worden genoemd. Het bedrijf geeft aan dat het ook voor het komende jaar een flinke stijging van het aantal opdrachten ziet en dat het wederom op overnamepad wil gaan. Het leuke aan dit bedrijf is dat het één van de weinige pure plays op dit gebied is. Wanneer beleggers zich realiseren dat we na een lange periode van economische voorspoed wellicht een beetje tegenwind kunnen krijgen, dan is dit één van de weinige aandelen die daar direct profijt van heeft. Het is daarom niet alleen een interessant gewaardeerd groeibedrijf, het is ook een goede hedge in tijden van tegenspoed op de beurzen. Ook zonder een recessie heeft Begbies de wind momenteel flink in de zeilen en gaan we voor 2020 uit van een groeiende omzet en winst en denken we dat het aandeel weleens verder in de spotlights kan komen te staan.

Gouda, 31 december 2019

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.