

**GERLIN**

Kwartaalbericht Q1

**2019**  
**2020**



## Marktontwikkelingen

De Duitse economie ontsnapte in het derde kwartaal van 2019 ternauwernood aan een recessie dankzij een economische groei van 0,1%. In het tweede kwartaal kromp de Duitse economie nog met 0,2%. Over heel 2019 voorspeelt het economisch instituut ifo voor Duitsland een groei van slechts 0,5%. De groei-prognose voor 2020 bedraagt 1,1%.

De lage economische groei komt volledig op het conto van de op de export gerichte industrie die al enige tijd in recessie verkeert. Zo daalde de export van in Duitsland geproduceerde auto's met 13% tegen 5% hogere autoverkopen in Duitsland zelf. Dat de economie over heel 2019 nog een beetje groeit, komt vooral door hogere overheidsuitgaven en hogere consumentenbestedingen als gevolg van cao-loonstijgingen en een aanhoudend lage werkloosheid van slechts 4,9%. Het ondernemersvertrouwen is laag maar verbetert sinds september lichtjes. Met name in de industrie en handel is het vertrouwen laag, terwijl in de dienstensector en de bouw een positief sentiment heerst.

Cruciaal voor duurzaam economisch herstel is de uitkomst van de handelsbesprekingen tussen de Verenigde Staten enerzijds en China en Europa anderzijds. Met China heeft Trump een eerste-fase-akkoord gesloten waardoor nieuwe heffingen van de baan zijn en bestaande heffingen deels verlaagd worden. China zal meer landbouw en industriële producten uit de VS gaan importeren en eveneens afzien van extra heffingen op Amerikaanse goederen. Ten aanzien van de handelsrelatie met Europa introduceerde de Verenigde Staten nieuwe importheffingen voor in totaal € 7,5 miljard aan Europese goederen na een uitspraak van de WTO die Europa op de vingers tikte vanwege staatssteun aan Airbus. De dreiging van meer omvattende handelssancties tegen Europa blijft aanwezig.

De Duitse overheidsfinanciën staan er nog heel sterk voor met geprognostiseerde overschotten op de begroting. De overheid investeert in het spoor, (snel)wegen en defensie maar heeft problemen het extra geld daadwerkelijk uit te geven. Proce-

dures in Duitsland zijn grondig en duren lang waardoor extra budgetten maar moeizaam besteed worden. In september werd een klimaatplan op hoofdlijnen aangekondigd dat in de komende maanden verder zal worden uitgewerkt. De industrie zal te maken krijgen met een nieuwe CO<sub>2</sub>-heffing die geleidelijk verhoogd zal worden. Duurzame energie, energiezuinige verwarming voor huizen en gebouwen en elektrische laadinfrastructuur voor auto's wordt gestimuleerd. De BTW op treintickets wordt verlaagd en op binnenlandse vluchten komt een toeslag.

De nieuwe president van de ECB, Christine Lagarde, zal 2020 gebruiken om het huidige door sommige omstreden monetaire beleid van de ECB volledig door te lichten. Het beleid dat door voorganger Draghi is uitgezet wordt voorlopig gehandhaafd wat betekent dat de rente laag blijft en de ECB doorgaat met het opkopen van schuldpapier. In de tweede jaarhelft moet duidelijk worden wanneer gestart wordt met het normaliseren van het monetaire beleid.

Optimisme over de ophanden zijnde handelsdeal en daarmee een hogere economische groei weerspiegelde zich in een positief sentiment op de Duitse aandelenbeurs. De breed samengestelde CDAX-index steeg met 7,5%. Daarbinnen stegen de large caps die in de DAX-index vertegenwoordigd zijn 6,6% en de small caps die door de SDAX-index gerepresenteerd worden met 13,5%. De grotere volatiliteit op korte termijn van small caps ten opzichte van large caps is een bekend fenomeen en werkt nu in het voordeel van small caps. Op lange termijn renderen small caps doorgaans beter dan large caps.

## Ontwikkelingen in de portefeuille

De waarde van een certificaat Gerlin NV steeg het afgelopen kwartaal, dat liep van 1 oktober tot en met 31 december 2019, ten opzichte van de waarde per 30 september 2019. De intrinsieke waarde per certificaat per 31 december bedraagt € 13.940,67, een stijging van 6,2% in drie maanden. In het kalenderjaar 2019 bedroeg het rendement van Gerlin 22,7% inclusief het in februari uitgekeerde dividend van € 80 per certificaat. De netto fondsomvang steeg

afgelopen jaar naar € 129 miljoen. Over de afgelopen drie jaar realiseerde Gerlin na kosten een gemiddeld jaarlijks rendement van 12,0% per jaar.

Het kapitaal dat is opgehaald is volledig geïnvesteerd. Deze situatie zal maar van tijdelijke aard zijn, verwachten we. Want door de verkoop van ons belang in **First Sensor** zal weer circa 18% van het fonds liquide zijn (ruim € 22 miljoen). De overname van First Sensor hangt alleen nog af van de goedkeuring door Duitse autoriteiten en duurt opnieuw langer dan eerder ingeschat. We verwachten nu dat de overname voor het einde van het eerste kwartaal van 2020 wordt afgerond.

Gerlin heeft zeven participaties. Ons streven is en blijft om acht tot twaalf bedrijven te selecteren. We verwachten dit pas te bereiken als alle aandelen Gerlin zijn uitgegeven. Gerlin kan nog circa 7% nieuwe aandelen uitgeven.

### Ontwikkelingen bij de bedrijven

UV- en kleefstoffspecialist **Dr. Hönle** rapporteerde traditiegetrouw in december de voorlopige jaarcijfers over boekjaar 2018/2019 en lichtte deze toe met een presentatie in München. De omzet daalde met bijna 15% of wel € 19 miljoen naar € 107 miljoen en de operationele winst met € 13 miljoen van € 30,7 miljoen naar € 17 miljoen. Boosdoener was met name het verlies van € 13 miljoen aan zeer winstgevend kleefstoffenomzet voor één klant. Het Oostenrijkse ams, ontwikkelaar en producent van geavanceerde sensors en halfgeleiders, verbeterde haar productieproces waardoor ze nog een fractie van de kleefstoffen van Dr. Hönle nodig had. Ook was ams niet langer de enige leverancier van 3D-sensors voor de iPhone van Apple. Het was juist ams die in het voorgaande boekjaar (2017/2018) met haar vraag naar kleefstoffen de operationele winst van Dr. Hönle onverwacht deed verdubbelen naar € 30,7 miljoen. Deze toename was dus grotendeels eenmalig. Ook in het lopende boekjaar verwacht het management nog enkele miljoenen van deze omzet kwijt te raken. Desondanks denkt het bedrijf de kleefstoffenomzet wel te kunnen laten groeien door nieuwe opdrachten elders. Er is de afgelopen jaren veel geïnvesteerd in product-

ontwikkeling en sales en Dr. Hönle kan nu alle grote smartphone producenten tot haar clientèle rekenen. Het aantal ontwikkeltrajecten waar ze bij betrokken is is fors toegenomen. Het management gaf verder aan de kleefstoffenactiviteiten ook via overnames versneld te willen uitbouwen. De voorgenomen verkoop van de kwartsglas activiteiten zal daar extra middelen voor vrijmaken. Een dergelijke strategische portfolio aanpassing ondersteunen wij en is de afgelopen jaren een belangrijk thema in onze gesprekken met directie en Raad van Commissarissen. Dit jaar zal in het teken staan van de samenvoeging van twee UV-lampenbedrijven, de ingebruikname van het nieuwe kleefstoffenhoofdkantoor en van de al eerder gememoreerde voorgenomen verkoop van de kwartsglas activiteiten. Ook is er begonnen met de bouw van een nieuw groepshoofdkantoor en behuizing voor de productie en logistiek voor de UV-apparatuur divisie. Met de Raad van Commissarissen zijn we in gesprek over de versterking en verjonging van het toezicht. Een volle agenda dus met zaken die het bedrijf klaar moeten maken voor een nieuwe groeifase en transformatie van UV-apparatuur producent naar een kleefstoffspecialist. Een transformatie die het bedrijf structureel op een hoger groei- en winstpad moet zetten en het minder afhankelijk maakt van cyclische eindmarkten. Voor boekjaar 2019/2020 voorziet de directie een omzet in de range van € 105 – 115 miljoen en een operationele winst in de range € 17 – 20 miljoen. Een kleine stijging ten opzichte van afgelopen jaar dus.

Halfgeleiderproducent **Elmos Semiconductor** kondigde de pensionering aan van bestuursvoorzitter Dr. Anton Mindl eind 2020. Mindl, die nog als adviseur bij de onderneming betrokken blijft, zal in januari 2021 opgevolgd worden door de huidige financieel directeur Dr. Arne Schneider. Mindl, 63 jaar, die in 2006 het voorzitterschap op zich nam, kan beschouwd worden als de architect van de huidige succesvolle strategie die gericht is op het ontwikkelen van eigen producten (IP) en het wereldwijd verkopen aan tier-1 leveranciers van de automobielenindustrie. Voor 2006 ontwikkelde en produceerde Elmos producten alleen exclusief voor opdrachtgevers. Mindl, die een gepromoveerd natuurkundige is, werkte voordat hij bij Elmos aantrad al in de automobiel- en technologiebranche

bij Bosch/Blaupunkt en SiemensVDO. Hij beschikt daarmee over een schat aan ervaring, kennis en contacten. Elmos zal hier door de geleidelijke terugtreding de komende jaren nog volop van kunnen profiteren.

Zoals in het vorige kwartaalbericht gemeld, kwamen wij opgetogen terug van een Capital Markets Day van temperatuurspecialist **technotrans** die gehouden werd bij dochterbedrijf termotek in Baden-Baden. De inkt van ons kwartaalbericht was nauwelijks droog of het management kwam met het bericht dat de problemen met de invoering van nieuwe bedrijfssoftware bij gwk, een andere dochter, hardnekkiger waren dan verwacht. Gevolg: de omzet en winstprognose voor 2019 werd verlaagd waarop de beurskoers behoorlijk negatief reageerde. Wij zijn natuurlijk ook nogal ontstemd hierover. Na flink doorvragen ontstaat toch wel het beeld dat het management de risico's van de software implementatie behoorlijk onderschat heeft en daarmee de migratie onvoldoende voorbereid en aangestuurd heeft. Ook de toezichthouders hebben onvoldoende opgelet, vinden wij. De voorzitter van de Raad van Commissarissen lijkt in te zien dat zowel de directie als de raad versterking nodig heeft en werkt hieraan mee. 2019 was voor technotrans in financieel opzicht een verloren jaar. De door de softwaremigratie ontstane productieproblemen bij gwk moeten uiterlijk aan het einde van het eerste kwartaal van 2020 weggewerkt zijn waarna aan de optimalisatie van bedrijfsprocessen kan worden begonnen. De invoering van uniforme software bij werkmaatschappijen is daarvoor een belangrijke randvoorwaarde. 2020 zal in financiële termen behoorlijk beter worden dan 2019 vooral ook door het wegvallen van eenmalige lasten verband houdende met het software debacle. Wij zullen ons komende maanden met name focussen op de versterking van de Raad van Commissarissen die op haar beurt druk doende is met het versterken van het bestuur. Door een goede executie van de strategie ligt er nog altijd een mooie toekomst in het verschiet voor technotrans, denken wij.

In december brachten we een bedrijfsbezoek aan de grootste fabriek van **SÜSS Microtec** in Sternenfels. We werden hier ontvangen door CEO Richter

en de nieuwe interim CFO Albrecht. Albrecht werd in november ad-interim aangesteld omdat zijn voorganger onvoldoende presteerde en weinig vertrouwen genoot, ook van aandeelhouders. In het derde kwartaal van 2019 rapporteerde SÜSS een goede orderintake maar verlaagde zij de winstprognose voor 2019 als gevolg van productiviteitsverliezen door onderbezetting in de eerste jaarhelft en extra kosten voor externen en overwerk in de tweede jaarhelft. De beurskoers reageerde positief op het sterke orderboek en negeerde daarmee de tegenvallende winstgevendheid. Als langetermijnaandeelhouder willen we dat het bedrijf ook financieel gezonder wordt. Wij wilden met het bedrijfsbezoek een scherper beeld krijgen van de status en maatregelen die er zijn genomen in het kader van het 'operational excellence' programma. Verbeteren van operationele processen is cruciaal om de winstgevendheid te verhogen en het kapitaalbeslag te verlagen. Hierdoor wordt het bedrijf financieel sterker en kan het zich extra investeringen in research & development veroorloven. Die extra R&D investeringen zijn hard nodig, zegt Richter, om de concurrentiestrijd goed aan te kunnen. De goede orderinname en omzettrend geven hem daarin gelijk. Maar de extra R&D uitgaven gaan vooralsnog ten koste van de winstgevendheid. Het bezoek leerde ons dat er afgelopen jaar plannen zijn gemaakt om processen te verbeteren maar dat de uitvoering daarvan nog maar nauwelijks begonnen is. Nieuw management lijkt daarvoor nodig en daarom is onder meer een nieuwe CFO, COO, directeur Finance en directeur Controlling aangesteld. Wij zullen de druk hoog blijven houden op de directie en de Raad van Commissarissen om werk te maken van het operational excellence programma. Een versterking van de Raad van Commissarissen lijkt ons daarvoor noodzakelijk.

Maarsbergen, 21 januari 2020

Teslin Capital Management BV

*Rombout Houben, fondsmanager Gerlin NV*

## Algemene informatie

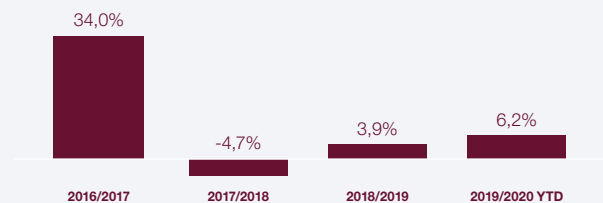
<b>Beleggingsstijl:</b>	Langetermijn, ondernemend aandeelhouderschap gebaseerd op fundamentele analyse
<b>Focus:</b>	Belangen van 5% tot 10% in Duitse small en mid caps met een marktkapitalisatie tot € 500 miljoen bij aanvang van de investering
<b>Investeringsstermijn:</b>	Langetermijn zonder exit verplichting
<b>Rendement:</b>	Beoogd gemiddeld jaarlijks rendement van 10% te behalen op de langetermijn
<b>Dividend:</b>	Alle contant ontvangen dividenden worden na aftrek van kosten, eens per jaar uitgekeerd. Gerlin streeft ernaar het jaarlijks dividend minimaal gelijk te houden
<b>Oprichting fonds:</b>	30 september 2016, eerste uitgifte € 10.000 per aandeel
<b>Waardering:</b>	Eenmaal per week, op de laatste handelsdag
<b>Verhandelbaarheid:</b>	Gerlin is een closed-end beleggingsinstelling. De verkoop van aandelen Gerlin is afhankelijk van beschikbaarheid van een koper. De verhandelbaarheid wordt verzorgd door Teslin (Ben-Kees Eeltink 0343 - 55 44 49).
<b>Kosten primaire uitgifte:</b>	Een opslag van 0,5% die ten goede komt aan Gerlin (ter dekking van transactiekosten) en een plaatsingsprovisie van 0,5%
<b>Kosten secundaire handel:</b>	0,3% - 0,5%, afhankelijk van omvang transactie
<b>Management fee:</b>	1% per jaar
<b>Performance fee:</b>	12,5% over gerealiseerde winst boven 6% (jaarlijkse hurdle van 5% plus management-vergoeding van 1,0%)
<b>Management:</b>	Teslin Capital Management BV
<b>Fondsmanager:</b>	Rombout Houben
<b>Raad van Commissarissen:</b>	Frits Baron van Dedem Hank Boot Biense Visser
<b>Rapportage:</b>	Kwartaal-, halfjaar- en jaarbericht en jaarverslag (www.teslin.nl)
<b>Administrateur:</b>	KAS BANK NV, Nederland
<b>Bewaarbank:</b>	KAS BANK NV, Nederland
<b>Bewaarder:</b>	KAS Trust & Depoitary Services BV
<b>Accountant:</b>	KPMG Accountants NV
<b>ISIN code:</b>	NL0012650493
<b>LEI code:</b>	724500UE52AFB2KJML15

## Rendement sinds oprichting

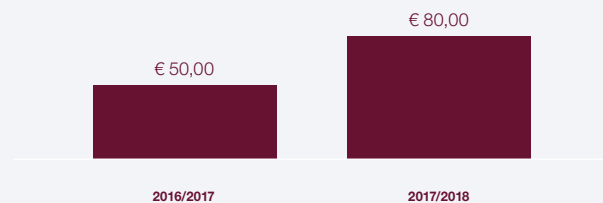
Op basis van herbelegd dividend



## Rendementen Gerlin (boekjaren)



## Dividend



## Belangen eind Q1 2019/2020

Dr Hönle AG
Elmos Semiconductor AG
First Sensor AG
Leifheit AG
Schaltbau Holding AG
Süss MicroTec AG
technotrans SE
Overige investering

## Sectorverdeling

Technologie	54,2%
Consument	11,8%
Industrie	34,1%
Liquiditeiten	-0,2%

## Kerncijfers eind Q1 2019/2020

Intrinsieke waarde per aandeel

€ 13.940,67

Fondsvermogen

€ 129.299.717,96

Aantal uitstaande aandelen

9.275



