

GERLIN

Kwartaalbericht Q3

2019
2020



Markontwikkelingen

De Duitse conjunctuur trekt na de catastrofale neergang in de maanden maart en april sinds mei weer aan. Het virus is onder controle maar niet verdwenen. Het aantal nieuwe besmettingen is sterk afgenomen zodat de lockdown, die in maart en april het normale leven stillegde, vanaf mei versoepeld kon worden met de heropening van winkels later gevolgd door de horeca. Productiebedrijven bleven veelal produceren mits er voldoende vraag was naar hun producten. Een aantal autofabrikanten legde daarom de productie een aantal weken stil.

Het Duitse ondernemersvertrouwen dat in maart en april een historische duikeling maakte, veert weer op door minder pessimisme bij ondernemers over de kortetermijnvooruitzichten. De beleving van de huidige omstandigheden is echter nog heel negatief. Verder herstel van deze belangrijke vertrouwensindicator is belangrijk om uit de recessie te komen.

Ten aanzien van de economische groei voorziet minister Altmaier van Economische Zaken een krimp van 6% in 2020 gevolgd door een groei van 5% in 2021. De werkloosheid is gestegen van circa 5% van de beroepsbevolking naar 6,4% in juni. Altmaier streeft naar een daling van de werkloosheid naar het pre-corona niveau in 2022. In zijn scenario gaat de Duitse economie vanaf oktober van dit jaar weer groeien.

De Duitse overheid reageerde relatief snel met een omvangrijk pakket maatregelen om de economische schok te verzachten. Het totaalpakket met een omvang van € 750 miljard omvat extra budget om bedrijven in nood te steunen met kapitaalinjecties, liquiditeitssteun en garanties op leningen. Om massaontslagen te voorkomen werd de regeling voor Kurzarbeit versoepeld en opengesteld voor flexwerkers. Kleine ondernemers en zelfstandigen maken aanspraak op een eenmalige uitkering tot maximaal € 15.000.

De Europese Centrale Bank ('ECB') lanceerde in reactie op de paniek op de financiële markten het Pandemic Emergency Purchase Programme ('PEPP'),

waarbij voor een additioneel bedrag van ten minste € 750 miljard tot het einde van 2020 aan schuld papier van overheden en bedrijven zal worden opgekocht. De ECB wil voorkomen dat de crisis in de echte economie versterkt wordt door een crisis in het financiële systeem. Tot slot wordt de Europese solidariteit getest door discussies in de EU over een Europees herstellfonds met een omvang van € 750 miljard.

Na de crash op de financiële markten in het eerste kwartaal, trad in de loop van het tweede kwartaal herstel op. De breed samengestelde CDAX-index steeg met 24,6% in het tweede kwartaal van 2020. Daarbinnen wonnen de large caps die in de DAX-index vertegenwoordigd zijn 23,9% en de small caps die door de SDAX-index gerepresenteerd worden 24,7%. Over de eerste twee kwartalen van 2020 daalden de Duitse indices per saldo met circa 7%.

Ontwikkelingen in de portefeuille

Door de gevolgen van de coronamaatregelen, het ingrijpen van overheden en de ECB en alle onzekerheden zijn de aandelenmarkten uiterst volatiel. Zo was het rendement van Gerlin -27,2% in het slecht verlopen eerste kwartaal van 2020 en steeg de waarde van een aandeel Gerlin NV in het tweede kwartaal met 31,2% naar € 13.180,45. De netto fondsomvang nam hierdoor toe van € 93 miljoen naar € 122 miljoen. In de eerste drie kwartalen van het boekjaar 2019/2020, dat loopt van 1 oktober 2019 tot en met 30 september 2020, realiseerde Gerlin een positief rendement van 1,2% inclusief het in februari uitgekeerde dividend van € 100 per aandeel. Het rendement in kalenderjaar 2020 bedraagt na zes maanden -4,7%.

In de afgelopen maanden hebben wij veelvuldig contact gehad met de directies van onze bedrijven om de impact en gevolgen van de pandemie op de ondernemingen te kunnen inschatten. Wij hebben daarbij ook goed gekeken naar de sterkte van de balans. Dit heeft er mede toe geleid dat we hebben besloten om met het opbouwen van een positie in een nieuw bedrijf te stoppen

en het belang dat wij hadden met verlies te verkopen. Tevens hebben we in een aantal schuldenvrije bedrijven uit onze portefeuille op lage koersniveaus onze belangen vergroot. Dat geldt onder meer voor Elmos, Leifheit en Dr. Höhle. Tot slot wordt er hard gewerkt aan het bestuderen van nieuwe investment cases. De cashpositie van circa 14% van de fondsomvang geeft ons de mogelijkheid een nieuwe investering te financieren.

De meeste jaarvergaderingen hebben inmiddels, al dan niet met enige vertraging, virtueel plaatsgevonden. Alleen de jaarvergadering van Leifheit hebben we nog te goed en staat pas voor 30 september op de rol. Dankzij een Duitse noodwet krijgen bedrijven meer tijd om de jaarvergadering te organiseren en mogen ze een virtuele vergadering beleggen. Wij hebben alle vergadering via webcasts gevolgd en onze stem uitgebracht. Bij een aantal belangrijke stempunten hebben we een grote rol gespeeld. Zo hebben we bij SÜSS MicroTec samen met onze acting-in-concert partner Luxempart twee nieuwe toezicht-houders voorgedragen. Beide zijn met vrijwel unanieme stemmen benoemd. Bij technotrans hebben we een nieuw remuneratiebeleid voor de Raad van Commissarissen ('RvC') geschreven. Dat is door het bedrijf geagendeerd en ook met vrijwel unanieme stemmen aangenomen. Mede hierdoor kon een sterke nieuwe toezichthouder aangetrokken worden die als hoofd van de Audit Commissie een belangrijke rol krijgt in het aanhalen van de (financiële) teugels.

Ontwikkelingen bij de bedrijven

Elmos Semiconductor, dat actief is in halfgeleiders voor auto's, zal in 2020 veel last hebben van de gedaalde vraag naar auto's als gevolg van de coronapandemie. Halverwege april is Elmos gestart met 20% Kurzarbeit (werktijdverkorting) in de chiptestfaciliteiten en in juni is dit verhoogd naar 40%. Dit betekent dat Elmos dit jaar een stuk minder chips zal produceren. Voor Elmos is dit het moment om gebruik te maken van de flexibiliteit die voortkomt uit de fabless productiestrategie. De productie bij externe partners is dan ook voor een groot deel afgebouwd waardoor er in de eigen (front-end) locatie in Dortmund nog altijd geproduceerd wordt met de volledige capaciteit. Ook op de designafdeling

wordt er volop gewerkt waardoor het sterke productportfolio ook in de crisis op orde blijft en verder wordt uitgebreid. Bij herstel in de auto industrie zal er weer meer vraag naar de chips van Elmos zijn. De belangrijkste trend is overigens het groeiende aantal chips in auto's en dit blijft onveranderd ondanks de zware tijden op korte termijn. Als gevolg van de crisis levert het bestuur van Elmos 20% van het salaris in uit solidariteit met de medewerkers die als gevolg van Kurzarbeit een tijdelijke inkomensdaling te verwerken krijgen. Elmos verkeert in de prettige omstandigheid een zeer sterke schuldenvrije balans te hebben waardoor de continuïteit niet in het geding zal komen. Er is dan ook net als vorig jaar een dividend van € 0,52 per aandeel uitgekeerd. Daarnaast spendeerde Elmos € 27 miljoen van haar overvloedige cash om eind maart, midden in de coronacrisis, op zeer aantrekkelijke koersniveaus 7,7% van de eigen aandelen in te kopen.

UV-specialist **Dr. Höhle** publiceerde eind mei de uitkomsten van een studie naar het inactiveren van het COVID-19 virus door het bloot te stellen aan korte-golf UVC straling/licht). De onafhankelijke studie werd uitgevoerd door het 'Institut für Medizinische Virologie' van het universitaire ziekenhuis in Frankfurt. Binnen seconden kunnen de UVC-units van Höhle het virus voor 99,99% doden. Het kreeg dan ook aanvragen voor UVC-desinfectielampen van nieuwe klanten uit diverse industrieën. Höhle biedt een scala aan producten voor oppervlakte- en luchtdesinfectie in bijvoorbeeld ventilatiesystemen en (kleine) desinfectiekamers waarin voorwerpen gedesinfecteerd worden. Traditioneel leverde Höhle desinfectie-oplossingen aan de voedingsindustrie. Nu is er ook belangstelling vanuit de retail, het toerisme, de medische industrie en de ventilatiebranche. Vanuit die laatste branche is in juni reeds de eerste order ter waarde van € 2 miljoen ontvangen. Het management schat de nieuwe markten voorzichtig in op een omzetspotentieel van € 10 miljoen. De halfjaarcijfers van het bedrijf tonen een flinke teruggang in omzet en winstgevendheid die gedeeltelijk cyclisch van karakter is maar gedeeltelijk ook bedrijfsspecifiek. Het bedrijf had twee jaar geleden een spectaculaire winstgroei door een grote kleefstoffenopdracht. Deze klant bestelt sindsdien fors minder omdat het door een procesoptimalisatie minder kleefstof

nodig heeft. Hönle heeft anderhalf jaar geleden een offensief ingezet om haar afhankelijkheid van een beperkt aantal klanten (AMS en Apple) te verminderen. Er lopen nu ook ontwikkeltrajecten bij meerdere andere smartphone producenten zoals Samsung, Oppo en Vivo die mogelijk al dit kalenderjaar aan de omzet en winst gaan bijdragen.

Bij **Leifheit**, dat huishoudelijke (merk)producten maakt en verkoopt, gaat het onder nieuw leiderschap en nieuw toezicht snel de goede kant op. Dat blijkt uit de resultaten over het eerste kwartaal die een flinke acceleratie in de omzetgroei lieten zien. Natuurlijk verstoort de pandemie de plannen enigszins, maar dat lijkt van tijdelijke aard. Tijdelijke winkelsluitingen in een aantal Europese landen drukten de omzet een zestal weken. In het eerste kwartaal was dat voor circa twee weken het geval. Desondanks rapporteerde Leifheit een omzetgroei van 6,8%. Het merk Leifheit, waarop de televisiecampagne zich nu focust, groeide zelfs met 9,3%. In Nederland (+43%), België (+49%), Zwitserland (+44%) en Polen (+39%) werd een zeer hoge groei gerealiseerd. In de belangrijke Duitse markt, waar begin dit jaar voor het eerst een televisiecampagne startte, koerste het bedrijf op 10% groei totdat half maart veel winkels sloten, de verkopen stil vielen en de groei verdampte. Leifheit focust zich in haar groeiplannen op producten die ze zelf maakt omdat ze hier betere marges op maakt en haar productiecapaciteit optimaal benut. Hierdoor komt er ruimte om het marketingbudget te verhogen en tegelijkertijd de winst te laten groeien. Het management heeft al aangekondigd begin 2021 ook met het merk Soehnle (keuken- en personenweegschalen) campagne te gaan voeren. In anticipatie daarop zijn winkelketens nu al hun voorraden aan het ophogen. Al met al positieve ontwikkelingen bij Leifheit. Steeds meer beleggers beginnen dit op te merken, met een positieve koersontwikkeling als gevolg. Onze inspanning uit 2018/2019 om samen met andere grootaandeelhouders het toezicht te veranderen, begint zich uit te betalen. De nieuwe RvC heeft een goede CEO aangehouden die een simpel plan succesvol uitvoert.

De railactiviteiten van **Schaltbau** ondervinden nauwelijks last van de pandemie en de lockdowns ook al is het gebruik van treinen flink afgenomen. Dat komt door de grote orderboeken en lange levertijden die treinen in Europa hebben. De railactiviteiten zijn goed voor ca. 70% van de omzet van het bedrijf. De overige omzet wordt door busbouwers, automobielproducenten en industrie gerealiseerd. Hier is de vraag wel negatief belast. Met name bus/touringcar bedrijven hebben het moeilijk en bestellen nauwelijks nog nieuw materieel. Busproducenten leggen daarom de productie stil waardoor Schaltbau-dochter Bode besloot haar busdeurenlijn tijdelijk stop te zetten. Op het pad naar normalisatie van de winstgevendheid is de pandemie een tegenslag. Pas medio 2019 liet het bedrijf een aantal jaar van stroomlijnen en herstructureren achter zich. Het bedrijf heeft echter voldoende progressie geboekt en het management heeft vertrouwen gewonnen, waardoor het bankenconsortium - waartoe nu ook Staatsbank KfW behoort - bereid is de lopende financieringsafspraken te versoepelen en te verruimen. Daarmee maakt Schaltbau gebruik van de in het kader van de pandemie beschikbaar gestelde en door de Duitse staat gegarandeerde financiering. Op basis van onze taxaties zag de financiële positie er sowieso al voldoende solide uit maar met het herziene financieringspakket moet Schaltbau de komende twee jaar comfortabel kunnen doorkomen. De langetermijnvooruitzichten voor Schaltbau blijven positief ook al zal op de korte termijn de winstontwikkeling onder druk staan door de gevolgen van de pandemie en de daaruit voortkomende lockdown en economische recessie.

Rapporteerde **SÜSS MicroTec**, leverancier van apparatuur en procesoplossingen voor de halfgeleiderindustrie, over 2019 teleurstellende resultaten, nu is het nieuws vanuit het bedrijf aanzienlijk positiever van toon, wat een sterke waardeinstijging triggerde. Zo werd in het eerste kwartaal een order intake van € 69 miljoen gemeld, wat bijna 50% meer is dan in hetzelfde kwartaal een jaar eerder. Eind juni meldde het bedrijf bovendien dat de order intake in het tweede kwartaal van 2020 in de range van € 86 - € 91 miljoen zal uitkomen, bijna 100% hoger dan in het tweede kwartaal van 2019. De hogere vraag naar machines van SÜSS komt over de volle breedte en laat zien dat de investeringscyclus in

de halfgeleiderindustrie aantrekt. Daarbovenop spelen hogere investeringen in 5G communicatie netwerken, waarvan de rollout in veel landen plaatsvindt. SÜSS is met haar technologie goed gepositioneerd om hiervan te profiteren. Met de directie hebben we regelmatig gesproken over het verbeteren van operationele processen om de goede omzettrend in een betere winstgevendheid om te zetten. Er zijn door de directie maatregelen genomen maar het effect daarvan moet nog zichtbaar worden in de cijfers. Veruit de meeste tijd hebben we afgelopen zes maanden besteed om de RvC te versterken. Samen met Luxempart, een investeringsmaatschappij uit Luxemburg, hebben we in een 'acting-in-concert group' het initiatief genomen om twee nieuwe toezichthouders aan te trekken en benoemd te krijgen. We zijn zeer verheugd dat dit gelukt is. Met Dr. David Dean en Jan Smits als respectievelijk de nieuwe voorzitter en industrie expert in de raad gaat er een andere wind waaien aan de top van dit technologisch hoogwaardige bedrijf. Meer over onze initiatieven om de governance bij SÜSS te verbeteren kunt u lezen in een blog op onze website: '[Nieuwe toezichthouders voor SÜSS MicroTec](#)'.

Ook bij **technotrans**, specialist in het koelen en verwarmen van machines, hebben we mooie successen geboekt zoals het moderniseren van de governance en het versterken van het toezicht. Mede door de teleurstellende ontwikkelingen bij dit bedrijf in 2018 en 2019 vonden wij het belangrijk de RvC te versterken. De raad schoot naar ons oordeel tekort bij het behouden van goede bestuurders en het behoeden van het bedrijf voor problemen bij de softwaremigratie. Ook leek de raad te weinig gericht op waardecreatie. Met de benoeming van Andrea Bauer als nieuw lid van de RvC en hoofd van de Audit Commissie is een belangrijke stap gezet in het versterken van het toezicht. Om haar benoeming, of van iedere andere kwalitatief goede toezichthouder, mogelijk te maken is het belangrijk een marktconforme beloning te betalen. Bij technotrans stamde de beloningssystematiek nog uit 1999, het jaar van de beursgang. Ondanks verzet van de voorzitter hebben we aangedrongen op een nieuw beleid dat we voor hem hebben uitgeschreven. We werden in dit streven door andere aandeelhouders gesteund. Uiteindelijk is ons voor-

stel met vrijwel unanieme stemmen aangenomen. Daarmee is een belangrijke randvoorwaarde om goede mensen aan te kunnen trekken op orde gebracht (zie blog: [technotrans moderniseert governance en benoemt nieuwe commissaris](#)). Ten aanzien van de resultaatontwikkeling bij het bedrijf zal het tweede kwartaal behoorlijk zwak zijn, denken wij. Omdat klanten door lockdowns dicht gingen, heeft technotrans sommige activiteiten tijdelijk moeten stopzetten en personeel met Kurzarbeit naar huis gestuurd. Begin dit jaar had het bedrijf al een herstructurering van de activiteiten doorgevoerd waarbij een aantal taken, zoals R&D, onder centrale aansturing zijn gebracht. In de productie worden 'lean production' methoden groepsbreed ingevoerd met als doel de productiviteit en kwaliteit te verhogen. Omdat harmonisatie van het productaanbod daarbij een belangrijke randvoorwaarde is, gaan alle ontwikkelafdelingen meer samenwerken. Door deze belangrijke aanpassingen aan de organisatie is een aantal mensen boventallig geworden. Hiervoor is met de ondernemingsraad een sociaal plan overeengekomen. Volgend jaar moeten de aanpassingen in verbeterde winstgevendheid resulteren.

Maarsbergen, 15 juli 2020

Teslin Capital Management BV

Rombout Houben, fondsmanager Gerlin NV

Algemene informatie

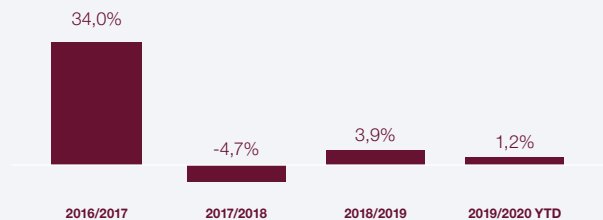
Beleggingsstijl:	Langetermijn, ondernemend aandeelhouderschap gebaseerd op fundamentele analyse
Focus:	Belangen van 5% tot 10% in Duitse small en mid caps met een marktkapitalisatie tot € 1 miljard bij aanvang van de investering
Investeringsstermijn:	Langetermijn zonder exit verplichting
Rendement:	Beoogd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

Rendement sinds oprichting

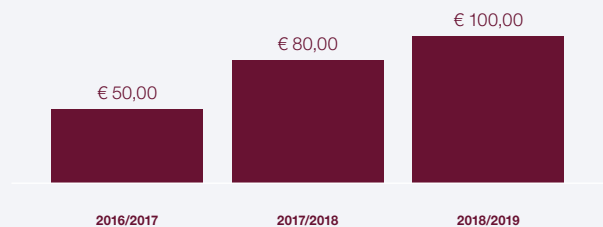
Op basis van herbelegd dividend



Rendementen Gerlin (boekjaren)



Dividend



Belangen eind Q3 2019/2020

Dr Hönle AG
Elmos Semiconductor AG
Leifheit AG
Schaltbau Holding AG
SÜSS MicroTec AG
technotrans SE

Sectorverdeling

Technologie	39,4%
Consument	14,2%
Industrie	32,4%
Liquiditeiten	14,0%

Kerncijfers eind Q3 2019/2020

Intrinsieke waarde per aandeel

€ 13.180,45

Fondsvermogen

€ 122.248.717,11

Aantal uitstaande aandelen

9.275



