

GERLIN

Kwartaalbericht Q4

2019
2020



Marktontwikkelingen

Na een warme zomervakantie waarin we dachten het coronavirus bedwongen te hebben zijn we in een tweede golf van besmettingen beland. Strengere maatregelen om het aantal besmettingen terug te dringen worden ingevoerd waardoor ook de verschillen in beleid tussen landen en regio's weer toenemen. Meer dan in het voorjaar wordt er getracht de impact op de economie te beperken. Economisch powerhouse Duitsland onderscheidt zich in positieve zin door relatief weinig besmettingen en een minder zwaar getroffen economie. De sterke overheidsfinanciën geven het land bovendien de mogelijkheid om de klap te verzachten.

Het Duitse ondernemersvertrouwen dat in maart en april een historische duikeling maakte, veerde in de maanden daarna weer krachtig op. Met name de verwachtingen voor de nabije toekomst schatten Duitse ondernemers rooskleurig in. De conjunctuurbarometer van economische onderzoeksinstituut IFO is hierdoor in september van recessiestand naar economische expansiestand gesprongen. Ondanks het optimisme ligt het huidige economisch klimaat volgens diezelfde ondernemers nog wel onder het niveau van vóór de pandemie en dan vooral in de industrie. De bouw die nu nog nauwelijks negatief geraakt is en de lopende projecten afbouwt, ziet de nabije toekomst juist somberder in.

De Duitse economie groeide in het derde kwartaal met 6,6% na een krimp van 9,7% in het tweede kwartaal. Voor heel 2020 verwacht het Duitse ministerie van Economische Zaken een economische krimp van 5,8%, een kleinere daling dan eerder dit jaar voorspeld werd. In 2022 verwacht de Duitse overheid dat de economie weer naar het pre-COVID niveau herstelt.

De Amerikaanse Centrale Bank heeft haar inflatiedoelstelling wat verruimd. Gevolg is dat de rente minder snel verhoogd wordt als de arbeidsmarkt krap is. Dit omdat een lage werkloosheid niet, zoals vroeger, automatisch leidt tot hogere lonen en zo tot inflatie. ECB president Lagarde heeft bij haar aantreden een evaluatie van de strategie van de ECB aangekondigd. De lage rente en

massale opkoop van schuld hebben de inflatie het afgelopen decennium niet op het streefcijfer van 2% gebracht waardoor de buffer tegen deflatie klein blijft. Hoewel het onduidelijk is of de ECB haar beleid gaat bijstellen, lijkt een aanhoudend lage rente het komend jaar een veilige aanname. Dat is positief voor aandelenbeleggingen.

Het beursherstel dat na de corona crash in maart in het tweede kwartaal van het kalenderjaar intrad, zette in het derde kwartaal van 2020 door. In Duitsland steeg in die periode de breed samengestelde CDAXindex met 4,1%. Daarbinnen wonnen de large caps die in de DAXindex vertegenwoordigd zijn 3,7% en de smallcaps die door de SDAXindex gerepresenteerd worden 8,3%. Over de eerste drie kwartalen van kalenderjaar 2020 poetste de Duitse smallcap index de eerder dit jaar opgelopen verliezen vrijwel volledig weg en noteerde nog slecht 0,2% lager. De overige Duitse indices staan dit kalenderjaar nog wel circa 3% á 5% in het rood.

Ontwikkelingen in de portefeuille

De waarde van een certificaat Gerlin NV steeg in het vierde kwartaal van boekjaar 2019/2020, dat loopt van 1 juli tot en met 30 september 2019, met 7,8% naar € 14.209 per certificaat. Over heel boekjaar 2019/2020 komt het rendement uit op +9,0%. Dit rendement is inclusief het in februari uitgekeerde dividend van € 100 per certificaat. De netto fondsomvang steeg afgelopen boekjaar van € 122 miljoen naar € 132 miljoen. Over de eerste vier jaren van haar bestaan realiseerde Gerlin een cumulatief rendement inclusief dividend van 44,4% wat neerkomt op een gemiddeld rendement van 9,6% per jaar. In kalenderjaar 2020 noteert Gerlin een plus van 2,6% en blijft daarmee de Duitse indices voor.

Het rendement van afgelopen boekjaar is tot stand gekomen door flinke waardeinstijgingen van SÜSS MicroTec en Leifheit. De winstontwikkeling bij deze twee bedrijven is dit jaar boven verwachting sterk. Zij ondervinden geen

grote tegenslag van de pandemie. Ook de waarde van UV-specialist Dr. Hönle is gestegen. Het bedrijf ondervindt enerzijds de negatieve gevolgen van de recessie op de vraag naar haar apparatuur en anderzijds is er door COVID juist extra vraag ontstaan naar haar UVC-lampen en desinfectie oplossingen. De andere industriële bedrijven in de portefeuille ondervinden de negatieve gevolgen van de economische recessie in de vorm van minder vraag naar hun producten. Dat leidde tot een negatieve rendementsbijdrage van technotrans, Elmos en Schaltbau aan het fondsrendement.

Hoewel het absolute rendement van Gerlin van 9% over het afgelopen boekjaar geen feeststemming zal veroorzaken, steekt het relatief goed af bij de markt. De Duitse CDAX-index, de DAX-index en de MDAX-index stegen in dezelfde periode met respectievelijk 4%, 3% en 4%. De Duitse SDAX-index, die Gerlin vorig boekjaar nog met 11% klopte, finishte dit boekjaar met +13% wel voor Gerlin. Sinds oprichting laat Gerlin overigens alle Duitse indices ruim achter zich.

Ontwikkelingen bij een aantal van de bedrijven

Het Duitse **Leifheit**, producent van duurzame consumentengoederen, heeft een goed halfjaar achter de rug ondanks de COVID-19 pandemie. TV-campagnes hebben het merk opnieuw onder de aandacht van consumenten en winkeliers gebracht. De nieuwe strategie stelt de consument centraal en legt de focus in het assortiment op de producten die consumenten het meest waarderen. Veel hiervan blijken uit de eigen Europese fabrieken te komen en hebben veelal een hogere marge dan de in Azië ingekochte varianten. De TV-campagnes richten zich dan ook alleen op het aanjagen van de verkoop van de hoge margeproducten. TV-spots worden uitgebreid getest op effectiviteit alvorens ze worden ingezet. Dit alles levert al binnen een jaar succes getuige de cijfers over de eerste helft van 2020. In kleine landen waar de advertentiestrategie getest is, zijn de volgende resultaten geboekt: Nederland (+49% omzetgroei), Roemenië (+48%), Zwitserland (+46%), Polen (+32%) en België (+29%). In Duitsland werden de TV-campagnes in maart afgebroken vanwege COVID-19 en de daarop volgende winkelsluitingen. Hierdoor is er in de belangrijkste afzet-

markt afgelopen zes maanden geen omzetgroei gerealiseerd. Sinds september is de draad hier weer opgepakt. Leifheit AG realiseerde in de eerste helft van 2020 een omzetgroei van 7,3% naar € 130 miljoen. De operationele winst steeg met 75% naar € 8,8 miljoen en de nettowinst met 100% naar € 6 miljoen.

De derde kwartaalcijfers (tot 30/06/2020) van UV-specialist **Dr. Hönle** toonden dat de impact van COVID-19 en de economische recessie zichtbaar is in alle business segmenten. De omzet liep terug met 12% en de operationele winst daalde met 53%. Dr. Hönle heeft twee kleine lampenfabrieken samengevoegd in de nieuw gebouwde fabriek van UV-Technik Speziallampen in Ilmenau in Thüringen. De samenvoeging levert enerzijds een kostenbesparing op en biedt anderzijds de mogelijkheid tot capaciteitsvergroting. Sinds het uitbreken van de pandemie is de vraag naar UVC-lampen voor desinfectie flink gestegen en er wordt dan ook op maximale capaciteit geproduceerd. Dr. Hönle heeft afgelopen jaar aangegrepen om de basis te leggen voor verdere groei in alle segmenten. Er is extra personeel aangenomen vanwege toenemende aantallen en volumes van kleefstoffenprojecten en er is een nieuwe directeur gestart bij de kwartsglasactiviteiten. Het productassortiment van apparatuur en systemen is uitgebreid met UVC-systemen voor lucht- en oppervlaktedesinfectie door de acquisitie van het Oostenrijkse SterilSystems en het Duitse UV-Technik Meyer GmbH. De overnames hebben gezamenlijk een omzet van ongeveer € 10 miljoen en het management van Dr. Hönle heeft hoge groeiverwachtingen door de toegenomen vraag naar UVC-desinfectie onder meer vanuit de ventilatiebranche. Al met al verwachten wij na een periode van minder goede resultaten weer dubbelcijferige winstgroei in het komende jaar.

SÜSS MicroTec, de toeleverancier van machines aan de halfgeleiderindustrie, heeft in juli de omzet- en margevooruitzichten voor 2020 verhoogd omdat de order intake in alle segmenten beter was dan verwacht. SÜSS MicroTec profiteert van de verhoogde vraag naar bandbreedte en communicatie apparatuur die voortkomt uit het wereldwijde thuiswerken. In september heeft SÜSS MicroTec een strategie update gegeven op

haar virtuele Capital Markets Day. Op deze dag werd de voortgang van de 'Strategie 2025' toegelicht, waarin SÜSS MicroTec een omzet van € 400 miljoen en een EBIT-marge van 15% nastreeft. Het zijn erg ambitieuze doelstellingen en 2025 lijkt nog erg ver weg. De ontwikkelingen in het afgelopen jaar laten zien dat het niet onmogelijk is. Een belangrijke bijdrage aan het behalen van de doelstellingen zal moeten komen van het verbeteren van de interne processen op basis van het zogenaamde 'operational excellence' programma. Dit is cruciaal om de winstgevendheid te verhogen en het kapitaalbeslag te verlagen. Op de Capital Markets Day werd duidelijk toegelicht wat er in het verleden fout ging en waar er verbeteringen kunnen worden aangebracht. Naast de margedoelstelling is ook de omzetdoelstelling van € 400 miljoen ambitieus gelet op een omzet van naar schatting € 250 miljoen in 2020. Een groot deel van de omzetstijging zal van nieuwe producten moeten komen.

De markttrends in de 'back-end' halfgeleiderindustrie zijn erg sterk waardoor een dergelijke groei zeker mogelijk is. In de leiding van het bedrijf is veel veranderd in het afgelopen jaar. Het terugtreden van drie van de vijf leden van de Raad van Commissarissen ('RvC') was een reactie op de acting-in-concert actie van Teslin en Luxempart. De CEO Franz Richter heeft in augustus aangekondigd dat hij wil vertrekken zodra de nieuwe RvC een geschikte opvolger voor hem heeft gevonden. Een voortijdig vertrek van Richter komt niet geheel onverwacht voor ons. Het is mooi dat Richter in functie blijft totdat zijn opvolger is benoemd. We maken ons geen zorgen over zijn motivatie tot dat moment. Süss is zijn levenswerk en hij bezit een flink aandelenpakket. Bij de huidige gang van zaken zwaait hij medio 2021 af bij een bedrijf dat er financieel en strategisch goed voorstaat.

De beurskoers van **technotrans** kende in het derde kwartaal een sterk herstel. De halfjaarwinst daalde minder dan gevreesd en het management hintte op extra kostenbesparingen indien snel vraagherstel uitblijft. De eerder dit jaar aangestelde nieuwe bestuurder Michael Finger, verantwoordelijk voor sales, heeft het voorzitterschap overgenomen van financieel bestuurder Engel,

terwijl Niestert het bestuur verlaat. De nieuwe samenstelling van het bestuur beschouwen we als een versterking. Finger kondigde direct aan de strategie en doelstellingen tegen het licht te houden en in december met een strategie update te komen. Finger lijkt meer focus te willen aanbrengen in de klantgroepen mede op basis van potentieel en aantrekkelijkheid. Ook zullen overnames uit de afgelopen 10 jaar meer geïntegreerd worden. Sales teams en R&D worden voortaan centraal aangestuurd. Het productassortiment wordt geharmoniseerd waardoor productieveestingen de schaalvoordelen die het marktleiderschap met zich meebrengt ook daadwerkelijk realiseren.

De impact van COVID-19 was in de halfjaarcijfers van **Schaltbau** met name zichtbaar in het Chinese deel (Xi'An) van het componentensegment en in het deurensegment door tijdelijke sluitingen van de productielocaties van (busdeur)klanten. Deze terugval werd deels opgevangen door sterke vraag van Deutsche Bahn naar treininfrastructuur en snelladers voor e-bussen van diverse gemeenten die overstappen op schone bussen. In augustus spraken we uitvoerig met de directie over de nieuw te voeren strategie. Hoewel rail (~70% omzet) de belangrijkste markt blijft, ziet Schaltbau's inkomend CEO grote groeimogelijkheden in onder andere e-mobility (DC componenten en high performance laadoplossingen) alsmede om andere strategische belangen te vergroten en daarmee de bedrijfsvoering te optimaliseren. Voor het slagen van de organische groeistrategie zijn investeringen nodig. De omvang hiervan is van dien aard dat er een beroep gedaan dient te worden op (externe) investeerders. Hoewel de pandemie een remmend effect heeft gehad op de normalisatie van Schaltbau's winst, blijven de langetermijnvooruitzichten van Schaltbau positief.

Maarsbergen, 9 oktober 2020

Teslin Capital Management BV

Rombout Houben, fondsmanager Gerlin NV

Algemene informatie

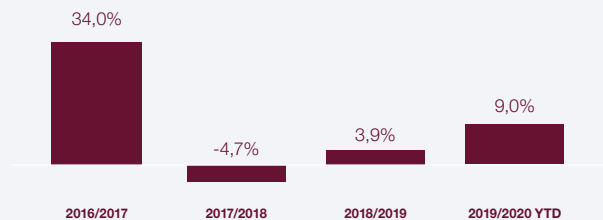
Beleggingsstijl:	Langetermijn, ondernemend aandeelhouderschap gebaseerd op fundamentele analyse
Focus:	Belangen van 5% tot 10% in Duitse small en mid caps met een marktkapitalisatie tot € 1 miljard bij aanvang van de investering
Investeringsstermijn:	Langetermijn zonder exit verplichting
Rendement:	Beoogd 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

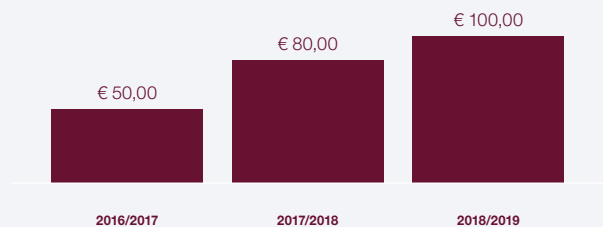
Op basis van herbelegd dividend



Rendementen Gerlin (boekjaren)



Dividend



Belangen eind Q4 2019/2020

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

Sectorverdeling

Technologie	37,4%
Consument	17,3%
Industrie	33,6%
Liquiditeiten	11,7%

Kerncijfers eind Q4 2019/2020

Intrinsieke waarde per aandeel

€ 14.209,28

Fondsvermogen

€ 131.791.034,07

Aantal uitstaande aandelen

9.275



