

MIDLIN

Kwartaalbericht Q1

2019
2020



Marktontwikkelingen

De Amerikaanse handelsoorlog blijft haar negatieve weerslag houden op het macro-economisch beeld in Nederland en Duitsland. Mede daardoor zijn de economische groeiprognoses in Nederland de afgelopen paar maanden opnieuw verlaagd. Het CPB voorziet een economische groei in Nederland van 1,7% in 2019 en 1,3% in 2020. 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 voorspelt het economisch instituut ifo voor Duitsland een groei van slechts 0,5%. De groeiprognose voor 2020 is weer hoger en bedraagt 1,1%.

De lage(re) economische groei in beide landen komt volledig op het conto van de op de export gerichte industrie die al enige tijd terugloopt. Zo daalde de export van in Duitsland geproduceerde auto's met 13% tegen 5% hogere auto-verkopen in Duitsland zelf. Dat de Duitse 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 Duitse 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. In Nederland leidt de lage werkloosheid (3,4%) tot groei van de lonen. Tegelijkertijd is de inflatie met 2,7% hoog als gevolg van de verhoging van de energiebelasting en de BTW. Beide landen kennen een overheidsoverschot en regeringen staan onder druk hun publieke bestedingen op te voeren dan wel lastenverlichting door te voeren.

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 importeren

en eveneens afzien van extra heffingen op Amerikaanse goederen. Ten aanzien van de handelsrelatie met Europa introduceerden 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 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 schuld papier. 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 Europese aandelenbeurzen. In Duitsland steeg de breed samengestelde CDAX-index met 7,5% in het decemberkwartaal. 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%. In Nederland won de AEX-index 4,6%, de AScX (small caps) index 7,0% en de Midcap-index 9,7%. 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 Midlin NV steeg in het eerste kwartaal van boekjaar 2019/2020, dat loopt van 30 september tot en met 31 december 2019, met 6,5% naar € 184,59. De netto fondsomvang steeg naar € 105 miljoen. Over het kalenderjaar 2019 komt het rendement van Midlin, inclusief het in februari uitgekeerde dividend van € 5,30 per aandeel, uit op 27,9%. Over de afgelopen tien

jaar realiseerde Midlin na kosten een gemiddeld jaarlijks rendement van 10,7% per jaar.

De in juni aangekondigde verkoop van ons belang in First Sensor aan het Amerikaanse TE Connectivity is nog niet afgerond. De nog benodigde goedkeuring door Duitse autoriteiten verwachten wij nu in het eerste kwartaal van 2020. Midlin, dat 5,7% van het kapitaal van First Sensor houdt, zal dan ruim € 16 miljoen ontvangen. Midlin investeert sinds 2014 in First Sensor en realiseert bij verkoop een rendement van 162%.

Midlin heeft haar positie in zooplus AG ('zooplus') eind november volledig verkocht. Midlin investeerde in het bedrijf van maart 2014 tot en met november 2019. Over deze periode werd er in totaal voor € 9,3 miljoen geïnvesteerd en voor € 15,9 miljoen gedesinvesteerd. Zooplus heeft geen dividend uitgekeerd.

Ontwikkelingen bij de bedrijven

Zooplus is Europa's grootste webwinkel voor huisdierproducten zoals honden- en kattenvoer en accessoires. Het bedrijf is actief in 30 landen in Europa en realiseerde in 2018 een omzet van € 1,3 miljard. Het hoofdkantoor is in München gevestigd. Het bedrijf voerde lange tijd een succesvol beleid waarbij het met lage prijzen en goede service consumenten naar zich toe wist te lokken om hun huisdiervoer online bij zooplus te kopen in plaats van bij de dierenpeciaalzaak. Slechts circa 13% van dit soort producten wordt via webwinkels verkocht, waardoor er de komende jaren nog volop groei mogelijk is. Ook het wederkerende karakter van honden- en katteneten spreekt ons aan omdat het zorgt voor een vaste schare trouwe klanten die regelmatig een aankoop doen. Circa 92% van de omzet komt jaarlijks van bestaande klanten, de rest van nieuwe klanten.

In de afgelopen anderhalf jaar werd het bedrijf echter geconfronteerd met tegen de lage prijzen protesterende leveranciers en hogere online marketingkosten. Daarnaast had het last van de invoering van de AVG privacywet, die

strikte eisen stelt aan het gebruik van persoonsgegevens. De groeivoet nam af en de kosten stegen wat het resultaat in de rode cijfers drukte. Ook zou er sprake zijn van verhevigde concurrentie al hebben wij dat met eigen onderzoek nooit overtuigend bewezen gekregen. Wel toonde ons onderzoek aan dat zooplus wat van haar prijsvoorsprong op concurrenten inleverde en wat voordeeltjes voor klanten versoberd heeft. Het management zelf gaf aan dat het door de nieuwe privacy wetten lastiger is om van nieuwe klanten vaste klanten te maken. Lang hadden we de indruk dat de problemen van tijdelijke aard zouden zijn en dat de resterende prijsvoorsprong voldoende aantrekkelijk zou moeten zijn voor nieuwe klanten. Er ligt immers een enorme kans dat meer consumenten de voordelen van lage prijzen, een groot assortiment en bezorging aan huis ontdekken. Ons vertrouwen in een goed antwoord op de uitdagingen in de markt nam echter ieder kwartaal verder af en heeft ons uiteindelijk doen besluiten onze winst op deze investering veilig te stellen door ons belang volledig te verkopen. Het onverwachte verloop in het directieteam speelde daarbij ook een rol.

Zoals in het vorige kwartaalbericht gemeld, kwamen wij opgetogen terug van een Capital Markets Day van temperatuurspecialist **technotrans**. Deze werd gehouden bij dochterbedrijf termotek in Baden-Baden. De inkt van ons kwartaalbericht was nog 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 ontstemd over de prognose aanpassing. Na flink doorvragen ontstaat het beeld dat het management de risico's van de software implementatie nogal onderschat heeft en daarmee de migratie onvoldoende voorbereid en aangestuurd heeft. Ook de toezichthouders hebben onvoldoende opgelet, vinden wij. De voorzitter van de Raad lijkt in te zien dat zowel de directie als de Raad van Commissarissen versterking nodig heeft en werkt hieraan mee. 2019 was voor technotrans in financieel opzicht een

verloren jaar. De door de softwaremigratie ontstane productieachterstanden 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 kunnen worden dan 2019 vooral ook door het wegvallen van de 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.

De beurskoers van ingenieursbureau **Arcadis** reageerde positief op het besluit geen nieuw geld meer te steken in ALEN, dat biogascentrales in Brazilië exploiteert, en alle verplichtingen die ze heeft ten aanzien van deze joint-venture af te schrijven. Hiermee is een voorziening van € 85 miljoen gemoeid. De directie kwam tot dit besluit na kennisname van tegenvallende biedingen op de installaties. Er loopt al enige maanden een verkoopproces voor ALEN dat overigens over voldoende liquiditeiten beschikt om het nog een aantal maanden uit te zingen. Hoewel de biedingen tegenvallen gaat het verkoopproces gewoon verder. Arcadis kan de tegenvaller hebben want de kernactiviteiten hebben naar verwachting een goed 2019 achter de rug. Voor het bepalen van het dividend zal de eenmalige last buiten beschouwing worden gelaten.

Ook detacheerder **Brunel** heeft besloten een punt te zetten achter een verliezende activiteit. In de Verenigde Staten wordt het bedrijfs onderdeel Brunel Industrial Services ('BIS') gesloten. Hiervoor wordt een eenmalige last van in totaal € 23 miljoen voorzien, bestaande uit verwachte projectverliezen en de afwikkeling van verplichtingen. BIS houdt zich bezig met diverse bouw- en onderhoudsprojecten voor met name olie- en gasbedrijven in de VS. Bij de start van BIS in 2017 werden projecten op basis van tijd en materialen gefac-

tureerd. Maar in 2019 veranderde dit volledig naar projecten die tegen vaste prijzen aangenomen moesten worden. Hierdoor werd Brunel in feite een aannemer. Dat ze dit vak niet beheerst werd in 2019 pijnlijk duidelijk toen er grote projectverliezen aan het licht kwamen. Voor aandeelhouders was het overigens tot de eerste problemen opdoken nog niet bekend dat Brunel via BIS dergelijk grote risico's was gaan nemen. De onverwachte tegenvaller heeft dan ook een grote deuk in het vertrouwen in het management en toezichthouders van het bedrijf geslagen. De fors gedaalde beurskoers is hier het zichtbare gevolg van. In gesprekken met de voorzitter van de Raad van Commissarissen en directie hebben we onze onvrede geuit. Brunel zal, net als Arcadis, bij het bepalen van de hoogte van het dividend de eenmalige last verband houdende met de sluiting van BIS buiten beschouwing laten. In februari gaan we verder in gesprek over de ontstane situatie.

Met de bestuursvoorzitter van **Fagron** spraken we over de samenstelling en versterking van de Raad van Bestuur na het terugtreden van vier niet-uitvoerende bestuurders. Het terugtreden houdt verband met de verkoop door Waterland van haar volledige belang in Fagron. Wij zouden graag meer industrie ervaring bij de toezichthouders zien en meer diversiteit in nationaliteiten. Vlak voor kerst werd de Nederlander Rob ten Hoedt als niet-uitvoerend bestuurder benoemd. Ten Hoedt is president EMEA en lid van het directiecomité van Medtronic, een medisch-technologisch bedrijf. In 2020 wordt er mogelijk nóg een nieuwe niet-uitvoerend bestuurder aan de Raad van Bestuur toegevoegd.

Kendrion kondigde op 5 november 2019 de overname van INTORQ aan. Dit Duitse bedrijf is gevestigd in Aerzen en voortgekomen uit de verzelfstandiging van de divisie voor remmen en koppelingen van Lenze Bremsen GmbH. Het bedrijf levert producten aan de industrie en is gespecialiseerd in 'spring-applied brakes'. Naast permanent magnetische remmen is dit een andere remtechnologie die gebruikt wordt in industriële automatisering en robots, maar ook in kranen, takels en heftrucks. De overnameprijs bedraagt € 80 miljoen en wordt deels

gefinancierd met additionele leningen. Voor een cyclisch bedrijf als Kendrion is het belangrijk een sterke kapitaalstructuur te behouden. Om te voorkomen dat de schuldratio's te hoog oplopen heeft Kendrion dan ook besloten nieuw aandelenkapitaal op te halen. Hiervoor kon het gebruikmaken van de machtiging het aandelenkapitaal met 10% uit te breiden en aandelen uit te geven aan een aantal geselecteerde investeerders waaronder Midlin en Teslin Participaties. Om een goede afweging te kunnen maken hebben wij ons intensief verdiept in de strategische rationale en daaruit voortvloeiende potentiële waardecreatie van deze overname. Wij vinden het positief dat de overname bijdraagt aan het verder in balans brengen van de industriële activiteiten met de automobiel activiteiten. De afhankelijkheid van de auto-industrie wordt daardoor relatief minder. Daarnaast sluit het productportfolio van INTORQ in industriële remmen goed aan bij de huidige producten van Kendrion, waarmee de positionering in de groeiemarkt voor robotisering sterker wordt. Ook zijn er door het bij elkaar brengen van de twee ondernemingen besparingen in indirecte kosten mogelijk. Wij konden de overwegingen van de directie voor deze overname dus goed begrijpen en hebben – mede op grond van de kwaliteit en het track-record van de directie – besloten om mee te doen in de emissie.

Na het lastige derde kwartaal was ook het vierde kwartaal op de beurs matig voor **Sligro Food Group** met een verdere daling van de koers. De update van het bedrijf over het vierde kwartaal was dan ook niet best. De omzet nam op vergelijkbare basis met 2,5% af ten opzichte van hetzelfde kwartaal vorig jaar. Voor de business van Sligro is dit stevig en de daling was ook meer dan die van de markt. Door de omvang van de transitie die Sligro heeft ingezet, een afzwakkende lagere omzet en hoge kosteninflatie komen de resultaten onder druk te staan. De transitie kost meer tijd en geld dan de onderneming eerder had ingeschat. Hierdoor is er té veel interne focus bij de onderneming en daar maken concurrenten dankbaar gebruik van. De kosten van personeel en logistiek blijven daarnaast gestaag doorstijgen. Zolang Sligro haar supply chain en IT systemen niet geoptimaliseerd heeft kan het bedrijf hier maar beperkt op anticiperen. Dit

alles had tot gevolg dat Sligro de verwachting heeft moeten afgeven dat het operationele resultaat over 2019 stevig zal afnemen.

Wij maken ons zorgen over de ontwikkelingen. De trend naar bezorging maakt het onvermijdelijk dat Sligro haar vestigingennetwerk voor zelfbediening op termijn moet inkrimpen of anders gaat aanwenden. Daarnaast is er veel dynamiek in de markt en heeft Sligro te maken met concurrentie vanuit verschillende hoeken. In België blijkt het een stuk lastiger om een goede marktpositie te veroveren dan eerder ingeschat en Sligro moet dan ook terugkomen op haar ambities. Aan de andere kant zijn er gelukkig ook kansen.

Door de stappen die Sligro zet op het gebied van haar supply chain en IT zal het bedrijf haar concurrentiepositie in bezorging verder kunnen versterken, in staat zijn met meer focus, schaal en efficiëntie te opereren en naar verwachting haar marktaandeel weer te vergroten. Een goede executie is daarbij cruciaal. In dat kader is het positief dat in oktober de eerste fysieke integratie heeft plaatsgevonden van het distributiecentrum van Heineken Rotterdam in het distributiecentrum van Sligro in Berkel en Rodenrijs. Begin maart 2020 – na de integratie in Amsterdam – zal circa 80% van het integratieproject afgerond zijn. Wij hebben uitvoerig – aan de hand van een eigen presentatie – over onze zorgen gesproken met de directie en de Raad van Commissarissen en daarbij onze mening niet onder stoelen of banken gestoken. Het belang en de urgentie om projecten af te ronden en de focus weer terug te brengen op de kernactiviteiten zijn zeker duidelijk. De projecten zijn echter complex en fouten maken heeft een negatieve invloed op de resultaten. Het is dus alle hens aan dek voor Sligro.

Softwarebedrijf **Init innovation in traffic systems** neemt het Berlijnse bedrijf DResearch Fahrzeugelektronik per 1 januari 2020 over. Init neemt een meerderheidsbelang van 51% in DResearch en heeft een optie over twee jaar de resterende 49% van de oprichters te kopen. Het bedrijf ontwikkelt en verkoopt audiovisuele en digitale systemen met name voor het openbaar vervoer.

Het meest verkochte product is mobiele video opname- en verzendapparatuur om vandalisme te voorkomen en de veiligheid van de chauffeur te vergroten. Zo zijn alle bussen van openbaarvervoerbedrijven in Duitsland uitgerust met een rode noodknop die zodra hij is ingedrukt het geluid uit de bus naar een centrale stuurt. DResearch werkt al enige tijd samen met iris, een init dochterbedrijf, dat sensors levert die passagiersaantallen tellen. De directie van init is voornemens iris en DResearch nauw samen te laten werken. Beide bedrijven maken producten met cameratechnologie en zijn daarmee heel verschillend van de softwareprojecten van het moederbedrijf. Met de directie van init bespraken we de mogelijkheid om de waarde van iris op termijn deels te verzilveren, bijvoorbeeld door een beursgang, en de verkoopopbrengst van een minderheidsbelang te gebruiken voor het versterken van init waar de ticketing projecten steeds groter worden en veel kapitaal vragen. Onze ideeën zijn belangstellend aangehoord. Wordt vervolgd in 2020.

Maarsbergen, 21 januari 2020

Teslin Capital Management BV

Rombout Houben, fondsmanager Midlin NV

Algemene informatie

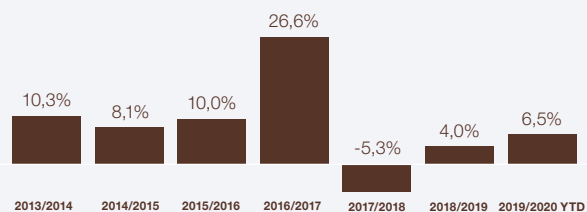
Beleggingsstijl:	Langetermijn, ondernemend aandeelhouderschap gebaseerd op basis van fundamentele analyse
Focus:	Midlin neemt substantiële belangen in small en mid caps uit Nederland, België en Duitsland met een marktkapitalisatie bij aanvang van de investering tot € 3 miljard
Investeringsstermijn:	Langetermijn zonder exit verplichting
Rendement:	Beoogd gemiddeld jaarlijks rendement te behalen van 10% op de langetermijn
Dividend:	Alle contant ontvangen dividenden worden na aftrek van kosten, eens per jaar uitgekeerd. Midlin streeft ernaar een jaarlijks licht stijgend dividend te betalen
Oprichting fonds:	10 mei 2006, eerste uitgifte € 100 per certificaat
Waardering:	Eenmaal per week, op de laatste handelsdag
Verhandelbaarheid:	Midlin is een open-end fonds waar investeerders wekelijks kunnen toe- en uitreden
Kosten toetreding:	Maximaal 1% (waarvan 0,5% ten gunste van het fonds ter dekking van de transactiekosten)
Kosten uitreding:	0,5% (ten gunste van het fonds ter dekking van de transactiekosten)
Management fee:	1,2% per jaar
Performance fee:	12,5% indien de intrinsieke waarde hoger is dan de jaarlijks met 5% toenemende high watermark
Management:	Teslin Capital Management BV
Fondsmanager:	Rombout Houben
Raad van Commissarissen:	Rogier van Beek Joost Becker Pieter van Steenberg
Rapportage:	Kwartaal-, halfjaar- en jaarbericht en jaarverslag (www.teslin.nl)
Administrateur:	KAS BANK NV, Nederland
Bewaarbank:	KAS BANK NV, Nederland
Bewaarder:	KAS Trust & Depositary Services BV
Accountant:	KPMG Accountants NV
ISIN code:	NL0000683985
LEI code:	724500Q6DGVG4BZI7I05

Rendement sinds oprichting

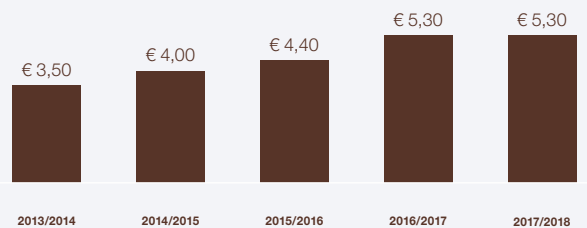
Op basis van herbelegd dividend



Rendementen Midlin (boekjaren)



Dividend



Belangen eind Q1 2019/2020

Arcadis NV
Brunel International NV
CENTROTEC Sustainable AG
Fagron NV
First Sensor AG
Init Innovatoin in Traffic Systems SE
Kendrion NV
Melexis NV
Nedap NV
NEXUS AG
Schaltbau Holding AG
Sligro Food Group NV
technotrans SE

Landenverdeling

Duitsland	49,5%
Nederland	31,3%
België	16,8%
Liquiditeiten	2,4%

Kerncijfers eind Q1 2019/2020

Intrinsieke waarde per certificaat

€ 184,59

Fondsvermogen

€ 105.272.289,13

Aantal uitstaande certificaten

570.316



