

**MIDLIN**

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 groeit 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.

Op 15 september publiceerde het Nederlandse Centraal Planbureau ('CPB') een nieuwe economische groeiraming voor 2020 met de vooruitzichten voor 2020 en 2021. Door de onzekerheden presenteerde het vier scenario's: volledig herstel, basisraming, zwak herstel en een tweede golf. In de basisraming wordt uitgegaan van een daling van het BBP met 5% in 2020 en een stijging van 3,5% in 2021, waarbij de werkloosheid stijgt naar 6% in 2021. Het tekort op de overheids-

begroting zal in beide jaren ruim boven de norm van maximaal 3% zijn maar daarmee komen de overheidsfinanciën niet in de gevarezone, aldus het CPB.

België heeft na 493 dagen zonder federale regering dan eindelijk een nieuwe regeringsploeg, bestaande uit zeven partijen onder leiding van premier Alexander De Croo. Het programma van de nieuwe regering is een afspiegeling van de vele fracties waar de coalitie uit bestaat. Er komen investeringen in het spoor, bij justitie en de politie, en een minimumpensioen van € 1.500 en fiscale ondersteuning voor bedrijven.

De Amerikaanse Centrale Bank heeft haar inflatiedoelstelling wat verruimd. Gevolg is dat de rente minder snel verhoogd wordt als de arbeidsmarkt krap is 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 de breed samengestelde CDAXindex met 4,1% in het derde kwartaal van 2020. Daarbinnen wonnen de large caps, die in de DAXindex vertegenwoordigd zijn, 3,7% en de small caps, die door de SDAXindex gerepresenteerd worden, 8,3%. In Nederland won de AScX-index 11,3% en de Midcapindex 8%. De AEX-index verloor 1,5%. Daarmee liepen small & midcaps veel van hun eerder dit jaar opgelopen achterstand op largecaps weer in.

## Ontwikkelingen in de portefeuille

De waarde van een aandeel Midlin NV bedroeg per het einde van het vierde kwartaal van boekjaar 2019/2020, dat loopt van 1 juli tot en met 30 september

2020, € 176,99 en steeg daarmee met 7,6% ten opzichte van het einde van het derde kwartaal. De netto fondsomvang steeg naar € 96 miljoen. Over het hele boekjaar 2019/2020 realiseerde Midlin, inclusief het in maart uitgekeerde dividend van € 5,50 per aandeel, een rendement van +5,2%. Over de afgelopen tien jaar realiseerde Midlin na kosten een gemiddeld jaarlijks rendement van 9,5%. Voor het lopende kalenderjaar (2020) bedraagt het rendement na negen maanden -1,1% (inclusief uitgekeerd dividend).

Terugkijkend op het afgelopen boekjaar zijn de uitslagen tussen de stijgers en dalers zeer groot. Aan kop gaan de softwarebedrijven Nexus en INIT met plussen van respectievelijk 47% en 43%. Ook de waarde van Fagron nam met een derde toe. Deze drie bedrijven hebben gemeen dat de winstgroei hoog is en dat zij nauwelijks zijn geraakt door de pandemie in de afgelopen periode. Onze positie in INIT hebben we overigens gehalveerd omdat we hier toch wel risico's zien. Belangrijkste dalers in het afgelopen boekjaar zijn Sligro, Brunel en technotrans met waarde dalingen van respectievelijk -41%, -38% en -31%. Deze bedrijven ondervinden veel tegenslag van de pandemie (Sligro) en de economische recessie die daar het gevolg van is (Brunel en technotrans). Bij alle drie de bedrijven wordt er stevig bezuinigd en, waar mogelijk, van overheidsregelingen gebruikt gemaakt.

Hoewel het absolute rendement van Midlin van 5,2% over het afgelopen boekjaar geen feeststemming zal veroorzaken, steekt het relatief goed af bij de markt. De Nederlandse ASX-index, de AEX-index en de AMX-index verloren in dezelfde periode respectievelijk 6%, 4% en 2%. De Duitse SDAX-index, die Midlin vorig boekjaar nog met 11% klopte, eindigde dit boekjaar duidelijk voor Midlin, met +13%.

Kijken we de naar de winstontwikkeling van de bedrijven in onze portefeuille dan taxeren we voor 2020 een geringe teruggang. Het grootste deel zal in 2020 gewoon winstgroei realiseren maar de winstval bij een aantal bedrijven trekt de totale winstgroei net onder nul. Het beeld is daarmee aanzienlijk minder negatief

dan we eind juni nog vreesden. Daar staat tegenover dat de verwachte winstgroei met dubbele cijfers, die we vóór de pandemie voorzagen, natuurlijk niet is uitgekomen. Voor 2021 verwachten we omzet- en winstgroei bij alle portefeuillebedrijven. Mede hierdoor zijn we, ondanks alles, gematigd positief over de vooruitzichten van het fonds komend jaar.

### Ontwikkelingen bij een aantal van de bedrijven

Het Belgische **Melexis**, dat chips ontwikkelt en verkoopt voor auto's, verwacht na een zwakker tweede kwartaal, dat de omzet in de tweede jaarhelft weer groeit. In de eerste jaarhelft realiseerde ze een gelijke omzet en winst als in de eerste helft van 2019; het zwakke tweede kwartaal werd vooraf gegaan door een zeer sterk eerste kwartaal. Met deze uitzonderlijk sterke resultaten en prognoses presteert Melexis weer duidelijk beter dan de markt en haar peers. De wereldwijde autoverkopen daalden naar schatting met 24% in de eerste jaarhelft. Nu het dieptepunt in de omzet gepasseerd lijkt, kondigde het bestuur van Melexis aan weer over te gaan tot dividendbetalingen.

Ook **Fagron** verraste met meevallende resultaten. Bij een omzetgroei van 9% werd een groei van de operationele winst van 14% gerapporteerd. Er was wel een lagere groei zichtbaar in het tweede kwartaal versus het eerste. De lagere groei in Europa zet de marges hier onder druk, maar in Noord-Amerika werd dit ruimschoots gecompenseerd door goede kostenvoordelen uit de overname van Humco een aantal jaar geleden. Om haar leverbetrouwbaarheid hoog te houden heeft het bestuur besloten hogere voorraden aan te houden dan normaal wat de cash flow eenmalig negatief beïnvloedde. Bij het op gang komen van de planbare zorg in Europa verwacht Fagron weer een hogere groeivoet en marges in de tweede jaarhelft. Ook zal het de overname-activiteiten na een pauze van enkele maanden weer hervatten.

**Nexus**, de ontwikkelaar en verkoper van software voor medisch specialisten en ziekenhuizen binnen Europa, manoeuvreert zich sterk door de COVID crisis. De sterke balans en kaspositie van Nexus stellen het bedrijf in staat om te

profiteren van de versnelde vraag naar digitalisering van de gezondheidszorg. Een aantal recente ontwikkelingen heeft de investeringscasus versterkt. Zo heeft de Duitse overheid in augustus een concept plan goedgekeurd voor een € 4,3 miljard stimulus programma ten behoeve van de digitalisering van de gezondheidszorg, won Nexus in september het grootste contract in haar bestaan voor 22 Duitse revalidatiecentra en wist het bedrijf de organische groei in de eerste jaarhelft te versnellen naar 9% wat zowel erg positief is voor de toekomstige waardeontwikkeling alsmede een bevestiging is van het groeipotentieel. Ook Nexus' buy-and-build strategie heeft verder vervolg gekregen in de vorm van de aankoop van een meerderheidsbelang in het in Nederland gevestigde RVC Medical IT, dat gespecialiseerd is in de ontwikkeling van diagnostische software. Het bedrijf uit Amersfoort biedt beeld- en datamanagement oplossingen ter ondersteuning van alle medische onderzoeken (diagnostiek) en de daarbij behorende specifieke workflow. Deze oplossingen zijn zowel ziekenhuisbreed als per specialisme in te zetten. RVC is actief in Nederland, België en Duitsland, heeft 70 werknemers, 600 ziekenhuizen als klant en een marktaandeel in Nederland van 50%. Nexus is sinds de overname van McKesson Nederland in 2015 actief met ziekenhuisinformatiesystemen in Nederland.

**Sligro** liet te midden van de corona pandemie halfjaarcijfers zien die minder slecht waren dan door ons gevreesd. Afnemers van de horecagroothandel moesten in april en mei hun restaurant of bedrijfskantine sluiten toen Nederland en België in lockdown gingen. Dat leidde tot een autonome omzetkrimp van 35% in het tweede kwartaal. De operationele winst voor afschrijvingen en vrije kasstroom bleven desondanks positief door goede kostenbeheersing, schrappen van het dividend en gebruik van steunmaatregelen. De netto schuld daalde zelfs met € 35 miljoen en Sligro bleef ruim binnen de bankconvenanten. Wel was het bedrijf genoodzaakt om een afboeking te doen van € 60 miljoen op haar Belgische activiteiten doordat het herstelpad naar winstgevendheid langer duurt door de impact van COVID-19. Sligro heeft de rustige lockdown-maanden aangegrepen om de integratie van de overgenomen Heineken groothandel en van groothandel De Kweker sneller door te voeren dan initieel gepland. In de warme zomer-

maanden die volgden heeft Sligro best goed gedraaid waardoor de teruggang in resultaat in het derde kwartaal waarschijnlijk meevalt. De directie verwacht binnen de bankconvenanten te blijven, al zal het er heel anders uitzien als er een tweede landelijke lockdown plaatsvindt met volledige horecasluitingen. Door het stijgende aantal besmettingen zijn meer beperkende maatregelen voor de horeca denkbaar. De vooruitzichten voor Sligro voor de tweede helft van het jaar beoordelen we derhalve nog steeds als erg onzeker. Mede door de meevallende resultaatontwikkeling tot dusverre en de ruimere financieringsafspraken met banken is het risicoprofiel wel wat afgenomen.

**Kendrion** heeft haar financiële doelstellingen bijgesteld als gevolg van een strategie update die werd toegelicht op een Capital Markets Day. Hoewel de doelstellingen per saldo licht werden verlaagd beoordelen we ze toch als positief. De maatstaf voor waardecreatie werd optisch weliswaar verhoogd van >20% naar >25% maar door definitie aanpassingen was er in feite sprake van een neerwaartse bijstelling. Omzetgroei- (5% gemiddeld per jaar) en margedoelstellingen (EBITDA >15%) werden niet aangepast. Het bestuur onderbouwde de omzetgroei-doelstelling door te wijzen op de hoge groei die het bedrijf in China realiseert, het potentieel van haar productportfolio in automotive die inspeelt op autonome, connected en elektrische auto's, en het toegenomen belang van industrial brakes, industriële remmen die veel in de logistiek, robots en windenergie worden gevraagd.

De eindmarkten van Kendrion hebben het op dit moment erg moeilijk maar de integratie van het begin dit jaar overgenomen INTORQ, gespecialiseerd in remtechnologie in industriële automatisering en robots, verloopt tot dusver succesvol. 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. Bij de presentatie van de halfjaarcijfers in augustus werd duidelijk dat het hoge balansrisico, dat voortkwam uit de verhoogde schuld na de overname, inmiddels goed onder controle is.

Ook 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 productievestigingen de schaalvoordelen, die het marktleiderschap met zich meebrengt, ook daadwerkelijk realiseren.

Opnieuw toverde **Centrotec** een verrassing uit de hoge hoed door de overname aan te kondigen van Pari Group, een investeringsmaatschappij van de groot-aandeelhouder en voorzitter van de Raad van Commissarissen. Deze transactie is zwanger van belangenverstrengeling. Daarmee lijken onze inspanningen om het bedrijf tot zuiver strategische kapitaal allocatie te bewegen vruchteloos te zijn. Pari Group bevat een meerderheidsbelang in een zonnepanelenfabriek in Duitsland en een portefeuille Duitse bedrijfs- en kantoorpanden. Met de transactie is circa € 60 miljoen gemoed en dat betekent dat Centrotec de komende 1 á 2 jaar bezig zal zijn met het afbouwen van schulden in plaats van het uitvoeren van een buy-and-build strategie. Eerder al werd een grote beleggingsportefeuille aangehouden die begin 2020 met forse beleggingsverliezen werd afgebouwd. Of de vastgoedportefeuille het beloofde lage rendement van ca. 4% gaat opleveren, valt te bezien. Gelukkig gaat de core business goed en stevent af op een jaar met een mooie winstgroei. De Duitse klimaatwet en stimulering van minder vervuilende verwarming geeft het bedrijf rugwind. Al met al voor ons reden om te heroverwegen wat de toekomst is van dit belang in onze portefeuille.

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, veroorzaakt door tijdelijke sluitingen van de productielocaties van (busdeur)klanten. Deze terugval werd deels opgevangen door een 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 o.a. 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 groei-strategie 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 Midlin NV*

## Algemene informatie

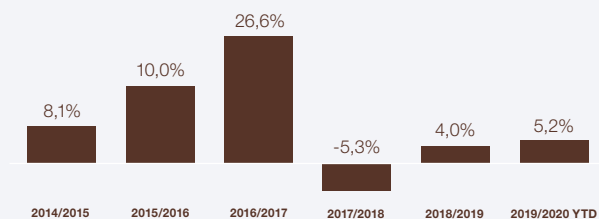
<b>Beleggingsstijl:</b>	Langetermijn, ondernemend aandeelhouderschap gebaseerd op basis van fundamentele analyse
<b>Focus:</b>	Midlin neemt substantiële belangen in small en mid caps uit Nederland, België en Duitsland met een marktkapitalisatie bij aanvang van de investering tot € 3 miljard
<b>Investeringsstermijn: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

## Rendement sinds oprichting

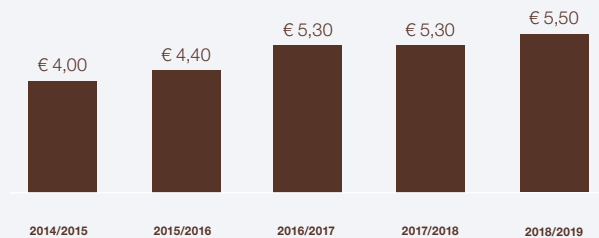
Op basis van herbelegd dividend



## Rendementen Midlin (boekjaren)



## Dividend



## Belangen eind Q4 2019/2020

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

## Landenverdeling

Duitsland	39,1%
Nederland	38,9%
België	19,4%
Liquiditeiten	2,6%

## Kerncijfers eind Q4 2019/2020

Intrinsieke waarde per certificaat

€ 176,99

Fondsvermogen

€ 95.740.939,08

Aantal uitstaande certificaten

540.936,3701



