

TESLIN PARTICIPATIES

Kwartaalbericht Q4

2020



Beste Investeerders,

In 2020 steeg de intrinsieke waarde van een deelnemingsrecht Teslin Participaties Coöperatief UA van € 1.009 naar € 1.089 per jaareinde. In juni 2020 werd een uitkering gedaan van € 29 per participatie. Daarmee kwam het totale rendement over het afgelopen jaar uit op 12% op basis van herbelegd dividend. In het vierde kwartaal van 2020 steeg de intrinsieke waarde van Teslin Participaties met 28%. De ASX-, AMX-, en AEX-indices behaalden in dezelfde periode een rendement van respectievelijk 29%, 16% en 15%. Aan het eind van het derde kwartaal 2020 stond het fonds nog op een rendement van 13% negatief. Dit laat nog maar eens zien hoe volatiel de beurzen voor de kleine en middelgrote bedrijven kunnen zijn. Inmiddels verkeren wij in een tweede golf van coronabesmettingen en zijn er zware maatregelen genomen om de gevolgen hiervan te beperken. Verheugend is dat de eerste vaccinaties zijn toegediend aan zorgverleners.

Markontwikkelingen

Na voorzichtig herstel van het dagelijks leven in de zomerperiode arriveerde de tweede coronagolf in het begin van het vierde kwartaal. Angst voor strengere maatregelen en nieuwe lockdowns resulteerde in de slechtste beursmaand sinds maart. De MSCI Europe index, een belangrijke graadmeter voor het Europese beurssentiment, daalde in oktober met 5%. In november en december steeg, in tegenstelling tot eerder in 2020, met het aantal besmettingen ook de beurs. Het ingezette herstel kreeg in het vierde kwartaal extra rugwind door de positieve testresultaten van verschillende coronavaccins en duidelijkheid over de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Dit uitte zich op de beurs in een zogenaamde rotatie, waarbij met name de achterblijvers – small caps en bedrijven in zwaar geraakte en cyclische sectoren – een relatief sterk koersherstel lieten zien. Als president van de Verenigde Staten is Biden voornemens te werken aan herstel van internationale allianties en handelsrelaties. In Europa kwam ook duidelijkheid. Lang leek een harde Brexit onvermijdelijk, maar op de valreep werd dit afgewend doordat de Europese Unie en het Verenigd Koninkrijk tot een handelsakkoord kwamen. Nederland is vanwege de open economie gebaat bij een stabiel handelsklimaat.

In navolging van de FED hield ook de ECB dit kwartaal vast aan een ruim monetair beleid. Het vanwege de pandemie opgetuigde opkoopprogramma (PEPP) werd verhoogd en met negen maanden verlengd tot minimaal maart 2022.

Ondanks de start van vaccinatieprogramma's en een positief rendement in 2020 voor verschillende hoofdgraadmeters blijft de economische situatie onzeker. De ontwikkeling van de pandemie zal bepalend zijn voor het herstel. Het CPB voorspelt dat de werkloosheid in Nederland in 2021 zal oplopen tot boven de 6% van de beroepsbevolking, mits het coronavirus onder controle is. Het is de vraag of de economie net zo veerkrachtig zal zijn als na de eerste golf. In het derde kwartaal groeide de economie met bijna 8%. Desondanks was de daling over de eerste drie kwartalen van 2020 bijna 3%.

Ontwikkelingen fonds

De fondsomvang nam in het derde kwartaal toe van € 493 miljoen naar € 641 miljoen en het eigen vermogen steeg van € 467 miljoen naar € 596 miljoen. Aan het eind van het vierde kwartaal bedroeg de kaspositie € 42 miljoen tegen € 11 miljoen aan het einde van het derde kwartaal. De belangrijkste oorzaken voor de toename zijn per saldo:

- de verkoop van het grootste deel van onze positie in Sligro en het afbouwen van het belang in Besi;
- deelname in de emissie van Acomo en het vergroten van onze posities in Accsys en Accell;
- de investering van ruim € 30 miljoen in twee bedrijven, waarin we een belang aan het opbouwen zijn. Zodra wij een meldingsgrens passeren zullen wij onze investeerders hierover uitgebreid informeren;
- de ontvangst van in totaal € 3 miljoen dividend van Nedap en Ordina, dat eerder was geschrappt vanwege de coronacrisis.

Per 31 december 2020 hadden wij zestien bedrijven in de portefeuille, waarvan twee bedrijven een belang vertegenwoordigen van minder dan 1% van het fonds.

In het vorig kwartaalbericht is geschreven over het achterblijven van de kleine (AScX) en middelgrote bedrijven (AMX) ten opzichte van de grotere bedrijven (AEX) en werd er geconstateerd dat veel investeerders de beurzen hoog vonden staan gezien de situatie waarin we verkeren. Dat beeld is genuanceerd door toe te lichten dat de waardering op de beurs van onze bedrijven, die over het algemeen prima resultaten lieten zien, juist stevig was gedaald. Vanuit een waarderingsperspectief vonden wij de koersen dan ook aantrekkelijk. Dat de waarderingsperspectief zo snel weer zouden oplopen hadden wij ook niet direct voorzien. Het sterke herstel is onder andere toe te schrijven aan de relatief lage liquiditeit in de kleine en middelgrote bedrijven. Daardoor gaan koersen hard omlaag als beleggers de kleinere bedrijven de rug toekeren en 'vluchten' naar de grote bedrijven die in hun ogen veiliger zijn. Koersen zullen vervolgens sterk stijgen als de trend draait en beleggers weer oog krijgen voor de kleinere bedrijven. Zo steeg het aandeel Accsys met bijna 60% en verdubbelde de waarde van het aandeel CM.com in het vierde kwartaal.

Wij streven naar een portefeuille met tien tot vijftien grote minderheidsbelangen tussen de 5% en 30% in fatsoenlijke bedrijven die in staat zijn om op de lange termijn waarde te creëren. Met fatsoenlijk bedoelen wij dat de ondernemingen bij hun activiteiten rekening houden met de belangen van alle betrokken 'stakeholders', waaronder leveranciers, klanten, werknemers, het klimaat, de maatschappij en de aandeelhouders, ofwel de eigenaren van de onderneming. Het langetermijnrendement van het fonds sinds oprichting (1992) tot eind 2020 bedroeg gemiddeld 11,7% per jaar op basis van herbelegd dividend. Over de afgelopen tien jaar bedroeg dit rendement 11,1% en over de afgelopen 5 jaar 12,5%.

Vereenvoudiging aandeelhoudersstructuur Teslin Participaties

In de laatste maanden van het jaar hebben wij eindelijk een grote stap in de vereenvoudiging van de aandeelhoudersstructuur van Teslin Participaties kunnen realiseren. Als gevolg hiervan zijn alle stichtingen, particuliere aandeelhouders, waarbij het belang in box 3 viel, en vennootschappen, die een belang van meer dan 5% in een van de houdstermaatschappijen hielden, nu direct participant in Teslin Participaties.

Inmiddels is een aantal houdstervenootschappen al ontbonden. Aandeelhouders waarvoor de vereenvoudiging tot belastingheffing zou leiden, zijn vooralsnog in 'hun' vennootschap achtergebleven. Door de genomen stappen is ongeveer 96% van het kapitaal nu rechtstreeks geïnvesteerd in Teslin Participaties.

Ontwikkelingen bij een aantal van de bedrijven

In het vierde kwartaal van 2020 steeg de waardering op de beurs van vrijwel alle bedrijven in de portefeuille behalve die van Stern.

De koers van fietsproducent **Accell**, bekend van merken zoals Batavus, Sparta, Koga en Haibike, was relatief stabiel, terwijl de Nederlandse beurs een sterke koersstijging liet zien. Dit verbaasde ons niet omdat grootaandeelhouder Pon, onder andere eigenaar van Gazelle en Kalkhoff, in sneltreinvaart zijn 20% belang in Accell aan het verkopen was. In enkele maanden (medio september t/m begin januari) hebben zij hun gehele belang verkocht. De vraag naar fietsen blijft onverminderd sterk door megatrends zoals gezondheid en klimaat. Helaas konden belangrijke componentenleveranciers de productie niet snel genoeg opschalen waardoor er tekorten zijn ontstaan. Een fiets kan nou eenmaal niet worden geassembleerd als een belangrijk component, zoals de fietsnaaf, ontbreekt. Levertijden van populaire fietsmodellen zijn hierdoor flink opgelopen. Wij verwachten, mede door initiatieven van grote Europese brancheorganisaties, dat de fietsindustrie bereid is om te investeren in het uitbreiden van capaciteit waardoor fietsproducenten als Accell kunnen profiteren van additionele groei.

Houtveredelaar **Accsys**, die zacht hout verwerkt tot planken (Accoya) en snippers voor houten platen (Tricoya) met de karakteristieken van hardhout, werd in het vierde kwartaal circa 60% meer waard op de beurs. De aandelprijs steeg van € 1,02 naar € 1,63 per aandeel. In de afgelopen maanden spraken wij meerdere malen met Accsys over onderwerpen als duurzaamheid, gezondheid en veiligheid van werknemers, innovatie en ontbossing. Accsys is hier actief mee bezig en publiceerde op 30 november de halfjaarcijfers in combinatie met een uitgebreid duurzaamheidsrapport. Accsys zet met dit rapport een gezonde ambitie neer onder de overkoepelende visie: 'Changing wood to change the world'.

Accsys heeft een gebroken boekjaar waarvan het eerste halfjaar samenviel met de periode waarin veel landen in lockdown gingen. Accsys had hier in eerste instantie last van doordat veel andere componenten van het eindproduct, zoals glas voor kozijnen, niet geleverd konden worden. Als gevolg daarvan viel de vraag naar Accoya in april terug met circa 35%. Gelukkig herstelde de vraag naar zowel Accoya als Tricoya snel. Accsys kon zelfs, ondanks de coronacrisis, haar geplande prijsverhoging doorvoeren met als resultaat een beperkte omzetzak van rond de 2% met een stijging van de operationele winst met circa 75% naar ruim € 4 miljoen. De uitdaging voor Accsys ligt in het realiseren van het ambitieuze groeiplan. Vanaf 2018 wil het de productie verviervoudigen in een periode van vijf jaar. Hiervoor zijn ze druk bezig met het aannemen van het juiste talent en het verder promoten van de unieke houtmerken Accoya en Tricoya. Verder werkt ze samen met grote strategische partners. Inmiddels hebben wij een belang van meer dan 15% in het bedrijf opgebouwd. Wij zien een mooie toekomst voor Accsys en ondersteunen het bestuur bij het realiseren van de ambities.

Handelshuis **Acomo** heeft eind december de overname van Tradin Organic afgerond, een handelsbedrijf in gecertificeerde biologische producten met een jaaromzet van circa € 450 miljoen en een bedrijfsresultaat voor afschrijvingen van ruim € 30 miljoen. Met deze overname speelt Acomo in op de globaal toenemende vraag naar biologische producten. De omvang van Tradin Organic is circa 60% van de huidige omvang van Acomo en daarmee is deze transactie transformatieel te noemen. Een goede strategische en culturele fit zijn cruciaal bij een transactie van een dergelijke omvang. Strategisch zit het in ieder geval goed en de rationale is overduidelijk. De culturele fit is voor ons lastig in te schatten en zal de komende periode pas duidelijk worden. Het bestuur heeft daar in ieder geval zeer zorgvuldig naar gekeken.

Door gebruik te maken van de aantrekkelijke kapitaal- en financieringsmarkt heeft Acomo de overname – met een prijskaartje van € 330 miljoen – goed kunnen financieren. Het grootste gedeelte van deze overname is gefinancierd met een bankschuld. Daarnaast heeft het bedrijf 20% nieuwe aandelen uitgegeven tegen € 19,50 per stuk, waarmee het ruim € 95 miljoen aandelenkapitaal ophaalde. Wij hebben meegedaan aan deze emissie voor ruim € 12 miljoen. Om de relatief hoge

bankschuld snel terug te brengen zal het bedrijf het dividend over het boekjaar 2020 passeren. Het bestuur verwacht door de acquisitie de winst per aandeel met 30% tot 40% te kunnen verhogen, wat de overname financieel gezien aantrekkelijk maakt. Al met al zijn wij dan ook positief over deze ontwikkeling.

Technologieplatform **CM.com** publiceerde in oktober sterke resultaten voor het derde kwartaal. De omzet van de kernactiviteiten, circa 95% van het totaal, groeide met 76% ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder, waarvan 64% organisch. Het bedrijf profiteerde van de versnelde digitalisering door de gevolgen van de coronamaatregelen. Grote en kleine consumentenbedrijven, een belangrijke klantengroep van CM.com, zijn genoodzaakt te investeren om digitaal contact met hun klanten te optimaliseren. Hiervoor biedt CM.com geavanceerde oplossingen. Zo werden er 41% meer berichten over het platform van CM.com gestuurd dan vorig jaar. Ook zag het bedrijf een sterke verbetering in haar oplossing voor de digitale verkoop van kaartjes, waarvan het er 2,8 miljoen verkocht. De ‘ticketing’ business werd aan het begin van de crisis hard geraakt door het wegvallen van evenementen en de sluiting van de culturele sector. Een gevolg was dat de digitalisering van de kaartjesverkoop sneller plaatsvond en daar heeft CM.com uiteindelijk van geprofiteerd.

De toegevoegde waarde van CM.com zit vooral in de diensten die het haar klanten kan bieden in aanvulling op de standaard berichtendiensten. Door onder andere acquisities breidt CM.com haar productenportefeuille uit met slimme technologische oplossingen. Zo heeft CM.com in oktober het bedrijf RobinHQ overgenomen. Een mooie aanvulling op de eerdere overname van CX Company, een helpdesk platform voor digitaal chatten op basis van kunstmatige intelligentie. RobinHQ biedt een goede interface en geavanceerde software om een helpdesk optimaal te managen. De oplossing van CX Company kan daar prima een onderdeel van zijn. Deze overnames leggen een goede basis om volledig geïntegreerde communicatie en klantenservice-oplossingen te kunnen aanbieden.

Ter financiering van toekomstige overnames werd aan het einde van het derde kwartaal € 31,8 miljoen extra kapitaal opgehaald door middel van een aandelenuitgifte. Wij hebben hieraan meegedaan voor net iets meer dan ons pro rata deel.

De sterke recente resultaten en opname van het aandeel in de MSCI Global Small Cap Index zijn niet onopgemerkt gebleven. De beurskoers steeg hierop in het afgelopen kwartaal met 100%. Onder andere door de aanhoudende digitalisering van het contact tussen bedrijven en consumenten zien wij een flinke groeipotentie voor de markt waarin CM.com opereert. Daarbij zijn wij positief over hoe het bedrijf zich positioneert om hiervan te profiteren. Mede door de forse waardestijging blijven wij de ontwikkelingen in deze snel veranderende markt en het vermogen van CM.com om zich daarin te kunnen onderscheiden kritisch volgen.

Onze IT-specialist **Ordina** had een solide derde kwartaal, waarin de omzet weliswaar licht daalde maar de marge verbeterde ten opzichte van vorig jaar. De kwaliteit van de omzet wordt steeds beter met een toenemend aandeel vanuit de specifieke bedrijfsproposities, als digitale acceleratie en cybersecurity & compliance, en een afnemend aandeel van externe medewerkers. Op basis van de goede resultaten en de daaruit voortvloeiende sterke balans besloot Ordina alsnog een dividend van € 0,095 per aandeel uit te keren.

Wij zijn tevreden over de wijze waarop de onderneming door de coronacrisis navigeert. De operationele verbeteringen die Ordina een aantal jaren geleden heeft ingezet zijn het fundament van dit succes. De onderneming staat er nu dan ook goed voor. Wij hebben de directie daarvoor gecompliceerd. Wel hadden wij liever gezien dat het bestuur ervoor had gekozen om een hoger dividend uit te keren. De kaspositie is ook na betaling van het dividend veel te ruim naar onze mening. Wij begrijpen dat enig conservatisme gewenst is gezien de coronacrisis, maar een verwachte kaspositie eind 2020 van ruim boven de € 40 miljoen vinden wij overdreven. Om dat bedrag in perspectief te zetten; dat is een kaspositie van circa € 0,45 per aandeel en ongeveer 15% van de huidige marktkapitalisatie van Ordina. Wij denken dat onder normale omstandigheden Ordina voldoende operationele flexibiliteit zal behouden met een gemiddelde kaspositie tussen de € 0 en € 10 miljoen. Wij hebben dan ook aandacht gevraagd voor het kapitaalallocatie beleid. Het bedrijf heeft aangekondigd hier komend kwartaal op terug te komen.

Terwijl wij nog midden in de tweede lockdown zitten en de onzekerheid over de duur en afloop hiervan hoog is, lijken de beurzen al uit te gaan van een goede afloop. Gelukkig zijn er ook de nodige lichtpunten. In alle Europese landen is men begonnen met vaccineren, de internationale handelsspanningen zullen hopelijk iets tot rust komen en er is op het allerlaatste moment toch een handelsovereenkomst gesloten tussen de EU en het VK. Ondertussen verlangt iedereen naar de ouderwetse gezelligheid, maar hebben we ook geleerd het simpele meer te waarderen. Het is een bijzonder jaar geweest en de tijd zal leren hoe we hierop terugkijken. Bij Teslin blijven wij ondertussen gewoon doen wat we altijd al deden; op een fundamentele manier beoordelen of bedrijven op de lange termijn waardecreërend zijn en waar we kunnen hieraan ons steentje bijdragen. Afgelopen kwartaal was qua rendement een van de beste kwartalen van het fonds sinds de oprichting in 1992. De koersen waren eerder in het jaar dan ook wel erg hard gedaald, terwijl de bedrijven zich adequaat aanpasten aan de ontstane situatie en nog steeds goede resultaten wisten neer te zetten. We kijken met vertrouwen naar het nieuwe jaar. Het fonds staat er goed voor en we zijn bezig met het opbouwen van een belang in twee mooie nieuwe bedrijven. Met u hopen wij dat de hele situatie rond de coronapandemie spoedig zal normaliseren, het herstel in 2021 verder zal doorzetten en we u ook weer eens fysiek kunnen begroeten op een evenement.

Hoewel na Driekoningen, wensen wij u een gezond, gelukkig en succesvol 2021.

Met vriendelijke groet,

Maarsbergen, 13 januari 2021

Teslin Capital Management BV

Jan-Jaap Bongers

Fondsmanager Teslin Participaties Coöperatief UA

Algemene informatie

Beleggingsstijl:	Lange termijn, ondernemend aandeelhouderschap gebaseerd op fundamentele analyse
Focus:	Teslin Participaties investeert in belangen van 5% tot 30% in Nederlandse small en mid caps met een marktcapitalisatie bij aanvang van de investering tot € 2 miljard
Investeringsstermijn:	Lange termijn zonder exit verplichting
Rendement:	Beogen gemiddeld jaarlijks rendement op de lange termijn te behalen van 10%
Oprichting fonds*:	1 juli 2017 vanuit samenvoeging Darlin (1992) en Todlin (1998), eerste uitgifte € 1.000 per certificaat
Waardering:	Eenmaal per week, op de laatste handelsdag
Verhandelbaarheid:	Teslin Participaties is een closed-end beleggingsinstelling. De verkoop van participaties is afhankelijk van beschikbaarheid van een koper. De verhandelbaarheid wordt verzorgd door Teslin (Ben-Kees Eeltink of Roderik Los 0343 – 55 44 49)
Jaarlijkse uitkering:	Alle contant ontvangen dividenden worden na aftrek van kosten eens per jaar uitgekeerd. Teslin Participaties streeft ernaar de jaarlijkse uitkering minimaal gelijk te houden
Management fee:	0,7%
Performance fee:	12,5% over winst boven 5,7% jaarlijkse hurdle. Alleen bij realisatie winst door verkoop
Management:	Teslin Capital Management BV
Fondsmanager:	Jan-Jaap Bongers
Raad van Commissarissen:	Bert Groenewegen Frans Geelen Marjon Wanders
Rapportage:	Kwartaal-, halfjaar- en jaarbericht en jaarverslag (www.teslin.nl)
Administrateur:	CACEIS Bank, Netherlands Branch
Bewaarbank:	CACEIS Bank, Netherlands Branch
Accountant:	KPMG Accountants NV
ISIN code:	NL0012650485
LEI code:	7245001MVNX7G2QRUB69

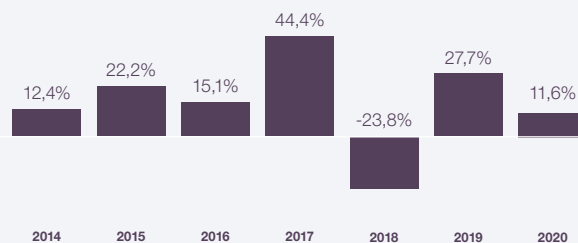
Ontwikkeling € 100 sinds oprichting*

Op basis van herbelegde uitkeringen



Jaarrendementen Teslin Participaties*

Op basis van herbelegde uitkeringen



Jaarlijkse uitkering



Belangen eind Q4 2020

Accell Group NV
Accsys Technologies PLC
Amsterdam Commodities NV
BE Semiconductor Industries NV
Beter Bed Holding NV
GM.COM NV
ICT Automatisering NV
Kendrion NV
Koninklijke Brill NV
Nedap NV
Ordina NV
Sligro Food Group NV
Stern Groep NV
TKH Group NV

Kerncijfers eind Q4 2020

Intrinsieke waarde per participatie

€ 1.088,67

Fondsvermogen

€ 596.483.055,20

Aantal uitstaande participaties

547.900,2200



* De getoonde historische rendementen zijn gebaseerd op de portefeuille van Darlin voorafgaand aan 30 juni 2017. Per 1 juli 2017 hebben Darlin en Todlin hun portefeuilles van belangen in Nederlandse beursgenoteerde bedrijven ingebracht in Teslin Participaties tegen de waarde van 30 juni 2017, zoals ge-audit door KPMG Accountants NV. Per die datum vertegenwoordigde de waarde van de Darlin portefeuille circa 77% van de waarde.

