



Nieuwsbrief Hof Hoorneman Beleggingsfondsen

In deze nieuwsbrief over het eerste kwartaal van 2019 informeren wij u over de ontwikkelingen van onze beleggingsfondsen. In onderstaande tabel vindt u de rendementen van de Hof Hoorneman beleggingsfondsen per 31 maart 2019.

Wilt u ook deelnemen in één of meer van de Hof Hoorneman Beleggingsfondsen? Dat kan heel gemakkelijk door het openen van een online rekening op onze website www.hofhoorneman.nl. U kunt zelf uw beleggingsbeslissingen nemen, maar u kunt dat ook geheel aan ons overlaten:

Zelf beleggen online in beleggingsfondsen met de Hof Hoorneman Rekening:

U wilt zelf beslissen over uw beleggingen? Kies dan voor de Hof Hoorneman Rekening, onze execution-only beleggingsoplossing. Zonder transactiekosten kunt u dan gemakkelijk zelf online beleggen in de door ons beheerde beleggingsfondsen. De Hof Hoorneman Rekening heeft geen minimum inleg.

Laten beleggen online met de Vermogensopbouw Rekening:

De Vermogensopbouw Rekening is bij uitstek geschikt voor mensen die vermogen willen opbouwen en dit de eerstkomende vijf jaar niet nodig hebben. De Vermogensopbouw Rekening kent 5 risicoprofielen, van defensief tot offensief. Op basis van uw persoonlijke situatie en uw wensen en doelen bieden wij u direct online alle informatie over de best bij u passende beleggingsportefeuille. De minimum inleg voor deze online beheerrekening is € 5.000 (voor minderjarigen € 2.000).

Peildatum 31 maart 2019	Rendement 1 ^e kw. 2019	Rendement 12-maands	Rendement 3-jaars*	Rendement 5-jaars*
HH Value Fund	6,7%	-5,5%	5,0%	5,0%
HH Income Fund	1,9%	-1,4%	6,5%	5,9%
HH European Value Fund	7,6%	-4,3%	3,7%	4,6%
HH Obligatie Fonds	2,1%	1,2%	1,4%	2,0%
HH Phoenix Fund	6,7%	1,8%	11,0%	13,8%
HH Emerging Markets Fund	11,0%	1,2%	6,3%	4,7%
HH Real Estate Value Fund	11,4%	9,1%	6,8%	9,0%
HH China Value Fund	11,8%	6,0%	6,3%	8,8%
HH Global Fund**	12,9%	9,8%	-	-
HH Mix Fondsen Defensief***	3,6%	-	-	-
HH Mix Fondsen Neutraal***	5,5%	-	-	-
HH Mix Fondsen Offensief***	7,8%	-	-	-



De genoemde rendementen zijn gebaseerd op intrinsieke waarde conform berekening per 31 maart 2019. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst.

* Het 3- en 5-jaars rendement is geannualiseerd, i.e. op jaarbasis waarbij dividenden zijn herbelegd.

** HH Global Fund is opgericht op 14 februari 2017.

*** HH Mix Fondsen Defensief, Neutraal en Offensief zijn opgericht op 21 november 2018.

Algemene en macro-economische ontwikkelingen

Na een teleurstellend 2018 begonnen zowel de aandelenmarkten als de vastrentende markten met hernieuwd optimisme aan 2019, wat resulteerde in mooie koersstijgingen. Enkele zorgen uit 2018, zoals de dreigende handelsoorlog, lijken enigszins naar de achtergrond verdwenen.

In de vastrentende markten zorgde een hogere risicobereidheid van beleggers voor een lagere risicopremie (de vergoeding die een belegger in bedrijfsobligaties krijgt boven de vergoeding op een staatslening). Deze premie was naar aanleiding van de zorgen om de economie in het laatste kwartaal van 2018 behoorlijk opgelopen.

Het positieve beursmomentum lijkt voort te komen uit het feit dat de belangrijkste economische blokken weliswaar een groeivertraging kennen maar niet in een recessie zijn beland. Tijdens het kwartaal is wel gebleken dat de groeiverzwakking in Europa en de V.S. wat groter is dan eerst werd gedacht. Verschillende voorspellende indicatoren vielen tegen en de groeiverwachtingen voor 2019 werden naar beneden bijgesteld. De Amerikaanse huizenprijzen lieten na enkele jaren van prijsstijgingen zelfs een lichte verzwakking zien.

Op aandelenmarkten was een duidelijk onderscheid zichtbaar. De koersprestaties van bedrijven met sterke financiële posities waren aanzienlijk beter dan die van bedrijven met een zwakkere financiële positie. Ook bedrijven die minder gevoelig zijn voor een recessie lieten een goede koersprestatie zien. Het is zichtbaar dat beleggers bereid zijn om te betalen voor grote, goed gefinancierde bedrijven. Een van de oorzaken hiervoor is dat de inflatieverwachtingen weer aan het teruglopen zijn. De verwachtingen voor de inflatie in Europa zijn in het eerste kwartaal gedaald van 1,65% naar 1,40% voor de langere termijn wat een signaal is van een vertragende economie.

Anderzijds zijn de zogenaamde *animal spirits* (speculatieve instincten) nog wel degelijk aanwezig, getuige enkele zeer geslaagde recente beursgangen, zoals die van Levi Strauss en Lyft. Ook liet de MSCI World Growth een duidelijk betere prestatie dan de MSCI World Value zien, waarmee de Value-stijl dit kwartaal achterblijft. Op de lange termijn heeft de Value-stijl echter beter gepresteerd dan de Growth-stijl maar niet de afgelopen 10 jaar.

In reactie op de verlaagde economische groeiverwachtingen, verwacht de markt geen verdere renteverhogingen van de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve, of Fed) en worden inmiddels zelfs renteverlagingen verwacht. Richting het einde van het kwartaal werd de kans op renteverlagingen steeds hoger ingeschat, met als resultaat dat er sprake was van een hogere korte rente dan lange rente, een zogenaamde inverse yield curve. Dit is historisch gezien een goede indicator voor recessies, hoewel het niet geschikt is als timingsinstrument terwijl bovendien de duur van deze inverse yield curve erg kort was. Deze ontwikkeling houden we scherp in de gaten.



In Europa is de Europese Centrale Bank (ECB) nog niet toegekomen aan renteverhogingen, aangezien de economische cyclus in Europa nog achterloopt op de Amerikaanse cyclus en met name de situatie in Italië dit nog niet toelaat. Sinds januari is de ECB gestopt met haar opkoopprogramma voor obligaties, wel worden de aflopende obligaties herbelegd. Desondanks zijn de Europese rentes over een breed front gedaald en belandde de Duitse rente voor het eerst sinds 2016 weer in negatief terrein.

Op het moment van schrijven is er nog sprake van grote onzekerheid omtrent brexit. Het Britse parlement is zeer verdeeld en heeft veel moeite om vast te leggen wat de feitelijke doelstellingen zijn. Partijpolitiek lijkt momenteel te prevaleren boven landsbelang. Hoewel de EU geen belang heeft bij economische schade door een ongecontroleerde brexit, wil zij voorkomen dat de aankomende verkiezingen voor het Europese Parlement gekaapt worden door de brexit-discussie. Het aan de Britten verleende uitstel was dan ook kort en verhoogt de druk op hen om tot een conclusie te komen.

Een belangrijk signaal in alle negatieve geluiden over Europa is dat het continent de laatste decennia economisch niet onverdienstelijk presteert. De reële economische groei per hoofd van de bevolking is sinds 2000 vrijwel precies gelijk aan de Amerikaanse en het herstel sinds 2009 is zelfs beter dan dat in de V.S., ondanks het feit dat Europa sneller vergrijsst dan de V.S.

In China zijn de groeiontwikkelingen nog steeds van een andere schaal. De Chinese regering verlaagde de groeidoelstelling voor 2019 namelijk naar een bandbreedte van 6,0% tot 6,5%. De groeiverlaging was koren op de molen van critici. De dubbelcijferige economische groei uit het verleden is, gezien de omvang van de Chinese economie, logischerwijs niet meer haalbaar. Het inkomen per hoofd van de bevolking is in China inmiddels op een dusdanig niveau beland dat de economische groei verder af kan zwakken. Er is echter een goede reden om aan te nemen dat dit nog niet het geval is. Het Chinese beleid is namelijk sterk op innovatie gericht. Innovatie en technologische vooruitgang is, naast groei van kapitaal en arbeid, een belangrijke factor voor economische groei op de lange termijn. Dat neemt niet weg dat de afzwakking van de economische groei een feit is. De oorzaak, een minder op export en meer op de Chinese consument georiënteerde economie, zorgt voor een stabielere economie.

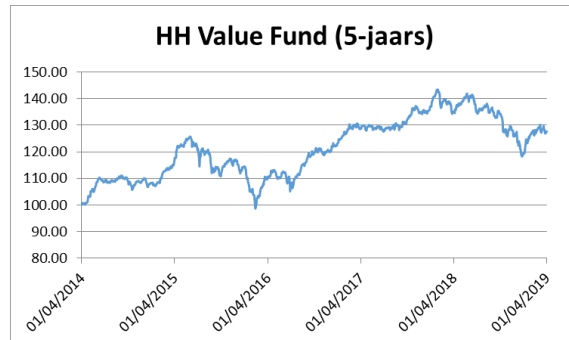
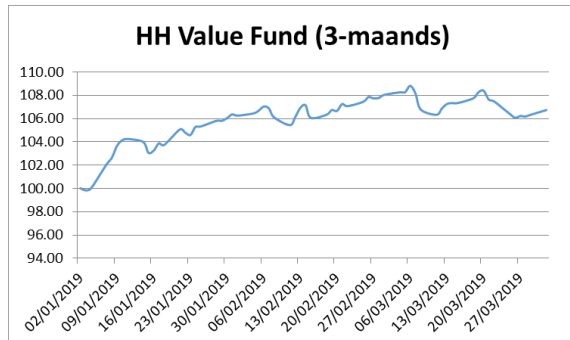
Vooruitzichten

In de aandelenmarkten zijn de waarderingen voor een deel hersteld van de daling in het vierde kwartaal van 2018. Er zijn echter aanzienlijke verschillen tussen sectoren en ook tussen verschillende regio's. Zo zijn bijvoorbeeld de opkomende markten duidelijk minder hersteld dan de meeste ontwikkelde markten. Die aanzienlijke verschillen in mate van herstel betekenen dat er momenteel, ons inziens, veel goede kansen te vinden zijn in de markt. De economie stabiliseert na de groeivertraging van eind vorig jaar, de Chinese groei lijkt weer wat aan te trekken en de waarderingen zijn in een aantal individuele situaties zeer aantrekkelijk te noemen. Zo is de olieprijs fors hersteld en zien we dat een aantal olie-gerelateerde aandelen nog altijd 30%-40% onder hun piek van vorig jaar noteren. Deze posities hebben we waar mogelijk opgenomen of verder aangezet in de portefeuilles.

Al met al bieden de huidige omstandigheden een interessante markt voor Value-beleggers en kost het ons weinig moeite om aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden te vinden.



Hof Hoorneman Value Fund



Het Hof Hoorneman Value Fund heeft in het eerste kwartaal van 2019 een rendement behaald van 6,7%.

Het kwartaal stond vooral in het teken van een herstel van de beurzen. Het pessimisme van het laatste kwartaal van 2018 is grotendeels weggeëbd. In lijn daarmee is de olieprijs toegenomen van US\$57 per vat naar US\$68 per vat. Dit had hogere waarderingen in het oliegerelateerde segment van de portefeuille tot gevolg. Het gros van de belangen in Hongkong en Europa deelde mee in het herstel van de markten. De recent aangekochte achtergestelde leningen van financiële instellingen lieten een vlak rendement zien. Het opwaarts potentieel hiervan zal tot uiting komen zodra de obligaties worden teruggekocht. Door regelgeving worden deze instrumenten namelijk onaantrekkelijk om aan te houden voor de uitgevende instellingen.

Een negatieve uitschieter was Newell Brands. Tegenvallende cijfers over het vierde kwartaal en een onduidelijke toelichting van het management hierop zorgden voor een forse koersdaling. Newell is goed op weg om dit jaar alle niet-strategische merken te verkopen, de verwachte opbrengst zal echter wel 10% lager uitvallen. Wat resteert is een bedrijf met een aantrekkelijke merkenportefeuille dat onder leiding van nieuw management een significante verbetering in winstmarge en kasstromen kan laten zien.

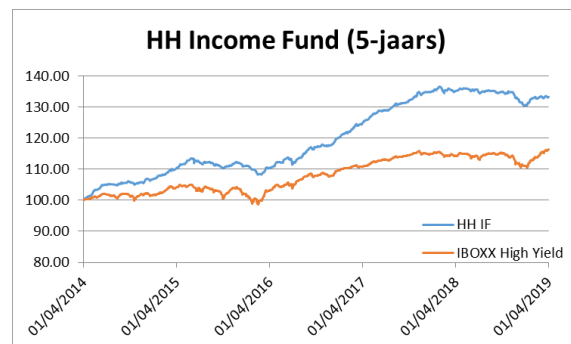
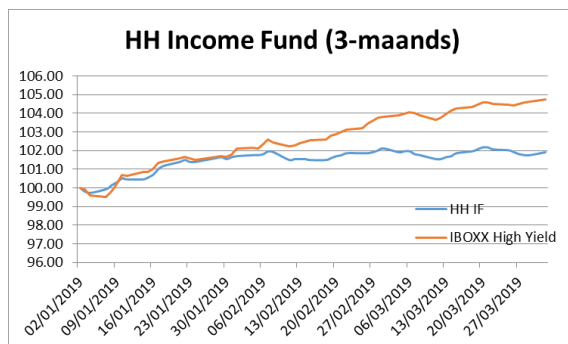
In het kwartaal hebben we een positie opgebouwd in de 4,375% lening van Boparan; dit is de grootste kippenvleesproducent van het Verenigd Koninkrijk. De marges van het bedrijf zijn laatste tijd gekrompen door inefficiënte bedrijfsvoering. Hierdoor is de schuld ten opzichte van de winst toegenomen en zijn de obligatiekoersen gedaald tot verder onder pari. Boparan is niet-strategische belangen aan het verkopen. De opbrengsten hiervan worden gebruikt om de schuldpositie af te bouwen. Hiermee koopt het bedrijf tijd om de proteïne-divisie weer te laten herstellen. In onze ogen zijn de lagere marges bij de proteïne-divisie van tijdelijke aard. We zien voldoende dekking voor onze lening.

Nadat vorig jaar al een deel van de positie in Deutsche Pfandbriefbank is verkocht, is nu ook het resterende deel van de hand gedaan. De positie heeft prima gerendeerd, met name door aantrekkelijke ontvangen dividenden. Door koersdalingen in het vierde kwartaal van 2018 zagen we relatief aantrekkelijkere kansen bij andere banken. Deze banken generen een hoger rendement op eigen vermogen dan de Deutsche Pfandbriefbank. Daarom hebben we besloten deze positie te verkopen.



Ook het belang in Xtep International is volledig verkocht. In januari rapporteerde het sportmerk dat de omzet in 2018 met ongeveer 25% is toegenomen en dat de winst meer dan 50% hoger zal liggen dan een jaar eerder. De koers van Xtep is op basis van deze ontwikkelingen fors opgelopen. Wij vinden dat het goede nieuws hiermee voldoende in de aandelenkoers tot uiting komt. We zien andere kansen in de markt die aantrekkelijker gewaardeerd zijn.

Hof Hoorneman Income Fund



Het Hof Hoorneman Income Fund behaalde in het eerste kwartaal een rendement van 1,9%.

In dit kwartaal is een positie aangekocht in een obligatie van Preem, qua productiecapaciteit het grootste olieraffinagebedrijf in Scandinavië. Preem bezit twee technologisch geavanceerde raffinaderijen aan de westkust van Zweden en een distributie- en retailnetwerk. De raffinaderijen zijn onderdeel van geïntegreerde havencomplexen en zijn goed bereikbaar voor scheepsleveranties van ruwe olie uit met name de Noordzee en Rusland. De winstgevendheid van het bedrijf wordt grotendeels bepaald door de zogenaamde 'crack spreads', in feite de marge die wordt verdiend op het raffineren van ruwe olie. Deze marge bestaat uit het verschil tussen de prijs van de eindproducten (benzine, diesel, kerosine, nafta, etc.) en de prijs voor ruwe olie. De raffinaderijen 'kraken' de lange koolwaterstofmoleculen waardoor er hoogwaardige, lichtere, kortere koolwaterstofketens worden gesynthetiseerd. De obligatie loopt tot mei 2020 en het bedrijf staat er goed voor, waardoor de kans op een vervroegde aflossing aanwezig is.

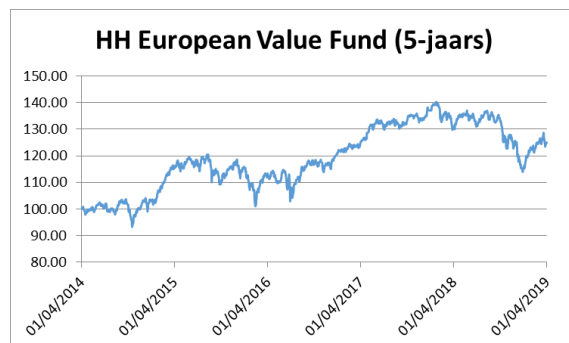
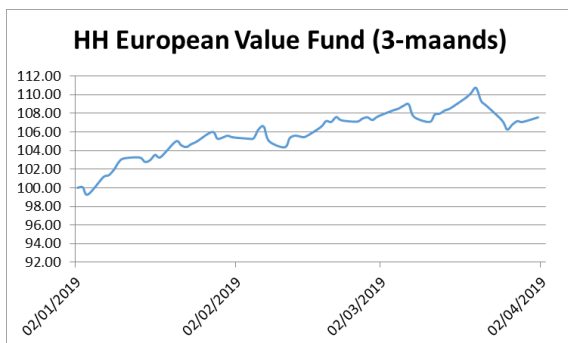
In dezelfde sector is een positie aangekocht in een obligatie van Raffinerie Heide. Dit bedrijf bezit een volledig geïntegreerde, hoogwaardige raffinaderij op een petrochemiecomplex dat zich ten noordwesten van Hamburg bevindt. Het complex is in 2010 door de huidige eigenaar overgenomen van Shell. De raffinaderij bevindt zich op een strategische locatie ten noorden van de Elbe. Deze rivier vormt een natuurlijke barrière die het voor concurrenten logistiek lastig maakt om klanten in de noordelijke thuismarkt van Heide te bedienen. Op het gebied van technologische complexiteit behoort deze raffinaderij tot de top van Europa. Tegenvallende crack spreads in 2018 hebben ervoor gezorgd dat de obligatie met een korting gekocht kon worden. We verwachten dat Raffinerie Heide een concurrentievoordeel in de productie van brandstof met een laag zwavelgehalte zal hebben. Vanaf 2020 is de zeescheepvaart verplicht brandstof met een laag zwavelgehalte te gebruiken, of om een significante investering in 'scrubbers' te doen. Met zijn hoogwaardige mogelijkheden is Heide in staat om brandstof met een laag zwavelgehalte voor de scheepvaart te produceren.



Tevens is een positie aangekocht in een nieuw uitgegeven lening van HKN Energy. Dit is een olie-exploratie en productiebedrijf met activiteiten in Koerdistan, een regio waar Hof Hoorneman al langer bekend mee is. HKN is inmiddels elf jaar actief in Koerdistan en heeft exploratieactiviteiten bij twee olievelden binnen het zogenaamde Sarsang blok, waarbij het bedrijf een samenwerkingscontract heeft met Total. Dit is de eerste keer dat dit bedrijf een obligatie uitgeeft, voorheen werd alles met eigen vermogen gefinancierd. De opbrengsten uit deze obligatie-uitgifte worden aangewend om het investeringsprogramma - en daarmee de olieproductie - verder op te voeren. De inkomsten uit de olieproductie worden gedeeld met de lokale overheid. Zonder de exploratie- en productiebedrijven die in Koerdistan opereren heeft de lokale overheid nauwelijks inkomsten. Het is dus belangrijk voor Koerdistan om deze bedrijven te ondersteunen. Met een coupon van 11% biedt dit een interessante risico-rendementsverhouding.

Overige mutaties in de portefeuille betreffen de aankoop van een positie in de Clydesdale Yorkshire Banking Group T1 en ING Groep T1 leningen en de verkoop van posities in de Turkse Vakiflar Bank, OKEA, Tesco Property Finance en Peterborough Healthcare, Unibail-Rodamco-Westfield, Citycon, Wereldhave, Perstorp, Achmea en Ethias.

Hof Hoorneman European Value Fund



Het Hof Hoorneman European Value Fund heeft over het eerste kwartaal van 2019 een rendement behaald van 7,6%.

In het eerste kwartaal is een deel van het negatieve rendement van het vierde kwartaal van 2018 goedge maakt. Het herstel van de (Europese) aandelenmarkten komt mede voort uit een negatieve overreactie eind vorig jaar, een mogelijk akkoord tussen de Verenigde Staten en China en de steun vanuit de centrale banken. De economische vertraging is een feit, maar er is geen sprake van een recessie.

Ondanks het herstel van de aandelenmarkten zien wij nog veel kansen. We zijn wel extra voorzichtig met bedrijven die gevoelig zijn voor economische omstandigheden of die een meer dan gemiddelde schuldpositie hebben. In het eerste kwartaal hebben wij voor de portefeuille met name aangekocht en verkocht in bestaande posities. Daarnaast is een positie in ABN AMRO Group nieuw toegevoegd.

ABN AMRO beperkt zich hoofdzakelijk tot de Nederlandse markt. Daardoor is de groei van het leningenboek beperkt en kan een fors deel van de winst worden teruggegeven aan de aandeelhouders. De payout ratio, het gedeelte van de winst dat als dividend wordt



uitgekeerd, is in lijn met de verwachtingen vergroot. De onderneming blijft echter voorzichtig met het uitkeren van overtollig kapitaal. Dit was duidelijk een tegenvaller op de dag van publicatie van de jaarcijfers, maar gaf ons de mogelijkheid om rond de boekwaarde en met een dividendrendement van 7% een positie op te bouwen.

De bestaande posities in Kingfisher, C&C Group, Ordina, Atos, Hibernia REIT, AIB Group, Evonik, WPP en Hargreaves Services zijn verhoogd, aangezien we in alle posities een significante onderwaardering ten opzichte van de reële waarde zien.

Nadat vorig jaar al een deel van de positie in Deutsche Pfandbriefbank is verkocht, is nu ook het resterende deel verkocht. Ondanks de goede jaarcijfers en het zeer aantrekkelijke dividend is de waardering afgezet tegen de bredere financiële sector onvoldoende interessant. De onderneming richt zich volledig op vastgoedfinancieringen en ondanks dat hier veel vraag naar is, maakt dit de gevoeligheid voor moeilijke economische omstandigheden groter.

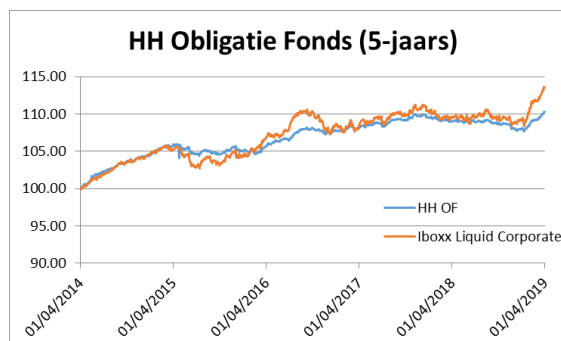
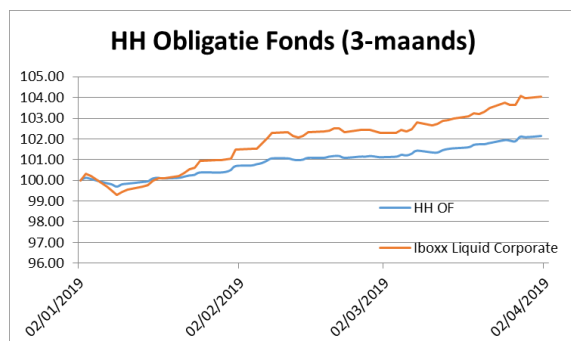
Ook de gehele positie in Nokia is verkocht. Ondanks de pieken en dalen is dit een prima belegging geweest en hebben we het belang op een mooi niveau verkocht. AkzoNobel is aan het begin van het jaar in twee delen verkocht. De onderneming had ons koersdoel bereikt na de succesvolle afronding van de afsplitsing van de speciaalchemiedivisie.

Bayer is een aandeel dat fors onder druk staat vanwege de aantijgingen dat er een causaal verband bestaat tussen glyfosaat en non-Hodgkin-lymfoom. De eerste jury-uitspraken zijn verloren, waardoor Bayer met betrekking tot deze twee specifieke zaken verantwoordelijk wordt gehouden. Bayer gaat in hoger beroep, omdat er door geen enkele instantie en na vele jaren van onderzoek een direct verband is aangetoond. In totaal hebben, op het moment van schrijven, ongeveer 12.000 personen een aanklacht ingediend. De kans dat Bayer een settlement gaat treffen met als doel de juridische kosten te beheersen zonder schuld te bekennen is door het verlies van de eerste twee zaken groter geworden. De huidige waardering van Bayer impliceert tussen de EUR 20 miljard en EUR 30 miljard aan schade. Dit is vele malen hoger dan bij vergelijkbare zaken uit het verleden. De kans dat een dergelijke schadevergoeding daadwerkelijk EUR 30 miljard zal bedragen schatten wij in als zeer klein. Ondanks deze vervelende zaak zijn wij positief op Bayer, omdat op de huidige koers een stabiel goed gefinancierd bedrijf met prima marktposities tegen een zeer aantrekkelijke waardering gekocht kan worden.

Er worden momenteel een aantal interessante nieuwe ondernemingen onderzocht om toegevoegd te worden aan de portefeuille.



Hof Hoorneman Obligatie Fonds



Het Hof Hoorneman Obligatie Fonds heeft het eerste kwartaal met een rendement van 2,1% afgesloten. Onderliggend is de rentegevoeligheid nog steeds laag met ongeveer 4,2 jaar.

In het eerste kwartaal van 2019 heeft het Hof Hoorneman Obligatie Fonds een positief rendement behaald. Alle sectoren hebben daar een bijdrage aan geleverd. Een belangrijke oorzaak is dat de vergoeding op staatsleningen gedaald is. De vergoeding op de Duitse 10-jaars staatslening is aan het einde van het kwartaal negatief geworden. In het begin van het jaar was deze nog 0,19%. Dit had een positief effect op de obligaties in portefeuille.

Obligaties van bedrijven in niet-cyclische consumentengoederen presteerden bovengemiddeld goed. Onder andere de 2028 obligatie van Anheuser-Busch Inbev, die vorig jaar is toegevoegd aan de portefeuille, kende een zeer sterke performance.

Doordat de obligatiekoersen zijn gestegen is het effectief rendement van de portefeuille van het fonds wat lager komen te liggen, op iets minder dan 1%. De rentegevoeligheid van het Obligatie Fonds is weliswaar relatief laag maar is tegen het einde van 2018 en in het begin van 2019 flink verhoogd. Doorgaans drukt dit het effectief rendement iets, maar zorgt ook voor een lager risico. Daarnaast wordt veel aandacht besteed aan de kwaliteit van de bedrijven in portefeuille.

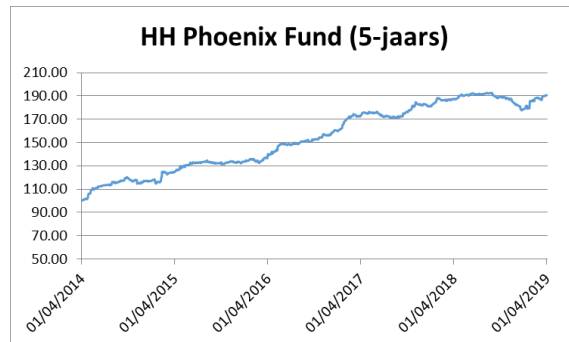
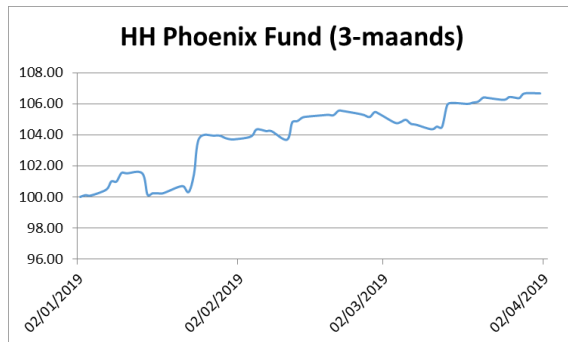
Tijdens het kwartaal zijn een aantal transacties doorgevoerd. Er is een positie genomen in een obligatie van BMW. De autoproducent heeft last van de handelsoorlog tussen de VS en China en investeert onder andere fors in nieuwe technologie. Deze ontwikkelingen drukken op de winst. Het effectief rendement van deze obligatie is daardoor opgelopen. Onze verwachting is echter dat BMW door deze investeringen een goede basis legt voor de toekomst. Er is in dit geval gekozen voor een obligatie met een langere looptijd, aangezien deze relatief aantrekkelijk was.

Tevens is er een obligatie van Deutsche Telekom gekocht. De telecomprovider is in veel landen marktleider en biedt een breed scala van telecommunicatiediensten aan. De fusie van dochteronderneming T-Mobile USA zal op de korte termijn zorgen voor een lagere vrije kasstroom en meer schulden voor Deutsche Telekom. Op de middellange termijn zal de impact positief zijn omdat het bedrijf een sterkere positie zal hebben in de Amerikaanse markt en omdat de synergievoordelen significant zullen zijn. Aan het einde van het kwartaal is de obligatie van Total Capital verkocht. Het effectief rendement hiervan was negatief



geworden en andere obligaties waren aantrekkelijker. Daarnaast zijn de obligaties van McDonald's, NIBC Bank en The Coca-Cola Company verkocht om ruimte te maken voor aantrekkelijkere alternatieven zoals BMW en Deutsche Telekom.

Hof Hoorneman Phoenix Fund



In het eerste kwartaal behaalde het Hof Hoorneman Phoenix Fund een resultaat van 6,7%.

Het eerste kwartaal was voor veel markten na een aarzelend begin het tegenovergestelde van het vierde kwartaal van vorig jaar. Hoewel het beurs sentiment normaal gesproken weinig invloed uitoefent op het Phoenix Fund is het fonds daar momenteel iets gevoeliger voor. Bij de herstructurering van een aantal obligatieposities in de oliesector zijn namelijk aandelen van diezelfde bedrijven ontvangen. Het herstel van de olieprijs heeft dit jaar in die specifieke posities wel iets in positieve zin bijgedragen, hoewel de waardering van deze bedrijven naar onze mening ver is achtergebleven bij de ontwikkeling van de olieprijs.

De posities die het meest hebben bijgedragen aan het rendement in het eerste kwartaal zijn een drietal achtergestelde leningen van Anglo Irish Bank. Deze bank gaat tegenwoordig door het leven als de Irish Bank Resolution Corp (IBRC); een naam die duidelijk aangeeft wat hier gaande is. Anglo Irish was met behoorlijke afstand de slechtste bank van Europa maar de afwikkeling verloopt al een tijd veel voorspoediger dan verwacht vanwege het forse herstel van de Ierse vastgoedmarkt. Het grote risico bij IBRC was dat de overheid, met name vanwege de ongeveer EUR 30 miljard aan overheidssteun die IBRC heeft ontvangen, zou besluiten de overblijvende achtergestelde leningen niet af te lossen. Vlak voor Kerst moest de verantwoordelijke minister toch aan het parlement bekennen dat niet aan de contractuele uitspraken te ontkomen viel. Deze leningen waren een significante positie in de portefeuille en zijn grofweg in waarde verdubbeld in het eerste kwartaal. Wat nog rest is de aflossing, vermoedelijk aangevuld met een jaar of acht aan wettelijke rente.

28 maart stond al een tijdje in onze agenda's omcirkeld als de datum waarop de Ondernemingskamer, zes jaar na de onteigening van SNS Reaal, een uitspraak zou doen over de compensatie die beleggers zouden ontvangen voor hun onteigende stukken. Helaas is de uitspraak met een kleine drie weken uitgesteld zodat we daar pas in het volgende kwartaalverslag op terug kunnen komen.

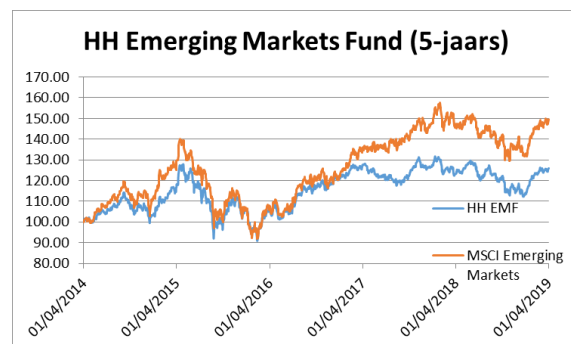
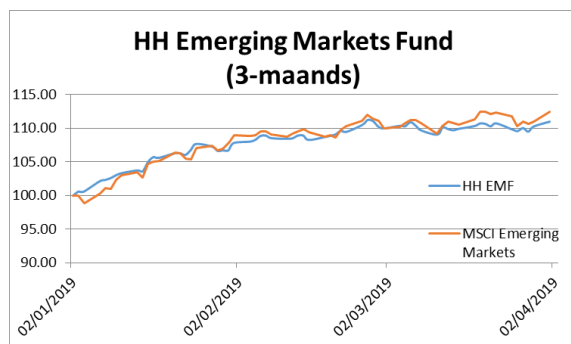
In de afwikkeling van de IJslandse bank Byr viel een forse meevaller te noteren. Destijds is de gehele leningenportefeuille verkocht aan Islandsbanki waarmee alleen een som geld overbleef om te verdelen onder de schuldeisers. Voordat de eerste uitkering kon



plaatsvinden is de koper echter een arbitragezaak gestart omdat deze vond dat ze te veel betaald hadden voor de leningen. Het risico voor onze investering was dat er in het geval van het verliezen van deze zaak niets zou overblijven voor gewone crediteuren. Uiteindelijk is men na vele jaren procederen tot een vergelijk gekomen, waarbij de uiteindelijke opbrengst een factor drie is geworden van onze investering. Voor gewone schuldeisers betekent de uitkomst overigens nog altijd een afschrijving van meer dan 90% ten opzichte van hun oorspronkelijke investering. Het Phoenix Fund heeft de claim destijds met een korting van 97,5% gekocht.

Verder zijn gedurende het kwartaal posities in New Look, NordDeutsche Landesbank en de Belgische groentedistributeur Greenyard opgehoogd dan wel toegevoegd. Tot slot is een positie in Pacific Gas & Electric (PG&E) aangeschaft. PG&E is de grootste energieleverancier in de staat Californië en het bedrijf is mogelijk verantwoordelijk voor een belangrijk deel van de bosbranden van de afgelopen twee jaar. Zoals wel vaker heeft de markt een veel pessimistischer beeld van de uitkomst dan wat het bedrijf naar onze mening uiteindelijk aan schadevergoeding zal moeten betalen. Inmiddels lijkt zich een uitweg uit de faillissementsprocedure af te tekenen en heeft onze lening een kleine 15% aan koersstijging laten zien.

Hof Hoorneman Emerging Markets Fund



Opkomende markten kenden een goede start van het jaar, waarbij een groot deel van de opkomende aandelenindices in het eerste kwartaal een positief rendement noteerde. Dit was met name te danken aan de sterke maand januari. Het Hof Hoorneman Emerging Markets Funds behaalde in het eerste kwartaal van 2019 een rendement van +11,0%.

De oorzaak voor het positieve sentiment was een toenemend vertrouwen in een goede uitkomst van het overleg tussen China en de Verenigde Staten, evenals een meer terughoudende Federal Reserve met betrekking tot renteverhogingen. Dit zorgt voor een zwakker vooruitzicht voor de Amerikaanse dollar, wat de aandelenmarkten in onder andere Latijns-Amerika hielp. De Russische valuta en aandelenmarkt profiteerden van een aansterkende olieprijs. Daarnaast leidde het plan voor herkapitalisatie van verschillende staatsbanken in India tegen het eind van het kwartaal tot een sterke instroom van buitenlands kapitaal in de Indiase aandelenmarkt.

Een belangrijk onderdeel van de strategie van het Hof Hoorneman Emerging Markets Fund is het kopen van posities die op een aanzienlijke korting van de onderliggende belangen handelen. Een voorwaarde om in zo'n positie te investeren is dat er een plan is om de korting

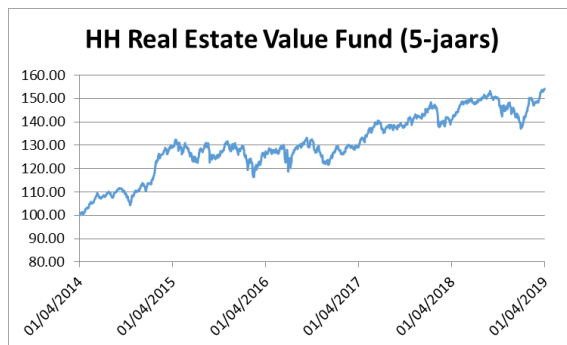
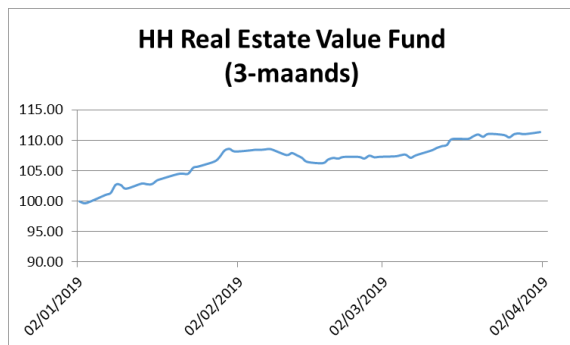


op de nettovermogenswaarde te verminderen. Bijvoorbeeld door de gedeeltelijke verkoop van de belangen om daarmee dividend uit te keren, door inkoop van eigen aandelen of door het aflossen van eventuele schuld.

In februari en maart hebben we bijgekocht in een aantal van dergelijke beleggingen, zoals China Merchants China Direct Investments. Dit is een investeringsfonds met een korting van 65% op de onderliggende belangen dat doorgaans goede reguliere dividenden uitkeert en die geregeld aanvult met speciale dividenden. Ook is bijgekocht in First Pacific, dat op een 55% korting handelt ten opzichte van haar belangen in onder andere Indonesië en de Filipijnen. First Pacific is actief bezig om niet-strategische belangen te verkopen waarmee het schuldniveau wordt verlaagd. Daarnaast is de weging in het op Brazilië georiënteerde Ocean Wilsons uitgebreid ten koste van Cosan Limited. Als gevolg van de opgelopen aandelenkoers is de korting op Cosan Limited verminderd en dus is de weging daarin teruggebracht, terwijl de korting op Ocean Wilsons nog zo'n 25% bedraagt en het management bezig is met een strategische review van de bezittingen.

Nieuw in de portefeuille is het Taiwan Fund. Het Taiwan Fund is een gespreid aandelenfonds dat handelt op een korting van de nettovermogenswaarde van bijna 15%. Het Taiwan Fund heeft de afgelopen jaren een niet zo succesvolle strategie gebruikt om deze korting te verminderen. Verwacht wordt dat er onder druk van enkele grote aandeelhouders agressiever ingezet gaat worden op het verlagen van de korting op het fonds. De aankoop van het Taiwan Fund is gefinancierd met de gedeeltelijke verkoop van de iShares MSCI Taiwan.

Hof Hoorneman Real Estate Value Fund



Het Hof Hoorneman Real Estate Value Fund kende in het eerste kwartaal een rendement van 11,4%.

De Europese vastgoedmarkten hebben een sterke start achter de rug na een relatief lastig 2018. Enkele individuele bedrijven hebben het wel moeilijk gehad, maar alle subsectoren en de grote geografische markten hebben een degelijk positief rendement laten zien zonder noemenswaardige onderlinge verschillen.

Een van de oorzaken voor dit positieve rendement is de koersdaling in het vierde kwartaal van 2018 geweest, waarbij de markt als geheel, vrijwel zonder pardon, werd afgestraft tot een niveau dat moeilijk te verenigen was met de toenmalige rentestanden.



De rentestanden zijn gedurende 2019 alleen maar verder gedaald en ook de verwachte progressie van toekomstige renteverhogingen is geleidelijker geworden. Dit is een ontwikkeling die goed is voor de vastgoedmarkt. Niet alleen moeten vastgoedbedrijven zichzelf financieren op basis van diezelfde rentestanden, ook wordt het rendement en het inkomengenererende vermogen van vastgoedbeleggingen vaak gebruikt voor portefeuilles die een reguliere inkomstinstroom nodig hebben. Uitstekende vastgoedbedrijven kunnen momenteel gekocht worden met een dividendrendement van 5%, of zelfs hoger in retailvastgoed, terwijl alleen minder kredietwaardige obligaties een vergelijkbare vergoeding kennen. Uiteraard loopt deze vergelijking gedeeltelijk spaak, aangezien in het geval van een vastgoedbelegging geen aanspraak gemaakt kan worden op onderpand. Anderzijds profiteert een obligatiebelegger niet direct van dividendgroei.

In de maand februari is de positie in Catena teruggebracht. Dit aandeel is gedurende lange tijd een van de sterkst presterende aandelen binnen het fonds geweest. De waardering was inmiddels dusdanig opgelopen dat besloten is een gedeelte van de positie te verkopen ten faveure van andere, aantrekkelijk geprijste, vastgoedondernemingen.

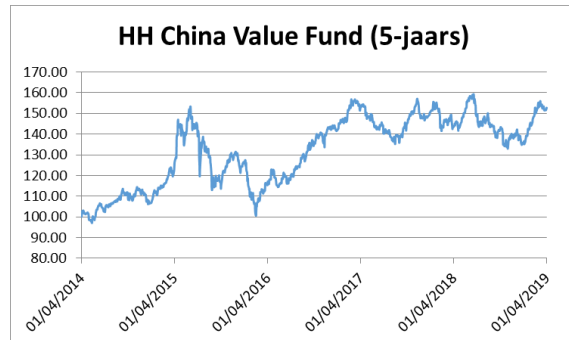
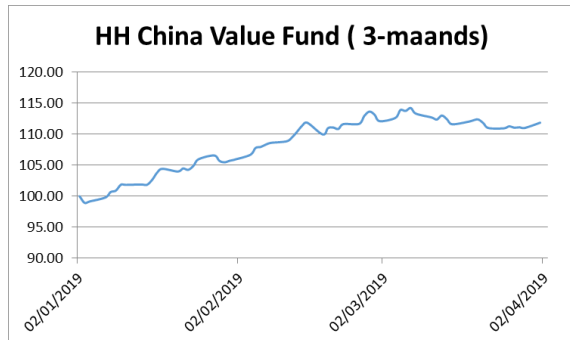
Nieuw in de portefeuille is Icade. Deze Franse onderneming is gericht op kantoorvastgoed en vastgoed in de gezondheidszorg. De optelsom van deze belangen is aantrekkelijk gewaardeerd en stelt de onderneming in staat om een mooi dividend uit te keren. Het kantorenbestand van deze onderneming is gericht op de aantrekkelijke Parijse markt en bevindt zich vrijwel volledig op de betere locaties binnen Parijs. De gezondheidstak, Icade Santé, is een van de grootste spelers in verzorgingstehuizen in Europa. Hiermee kan het bedrijf goed profiteren van de vergrijzing.

Naast de hierboven beschreven nieuwe aankoop van Icade zijn de middelen hoofdzakelijk ingezet om bestaande posities verder op te hogen. Een voorbeeld hiervan is Tritax Big Box, een logistieke vastgoedonderneming in het Verenigd Koninkrijk. Deze onderneming was ondanks degelijke resultaten, teruggevallen in de algehele malaise eind 2018. Tegelijkertijd bracht de onderneming nieuwe aandelen naar de markt om een geplande overname te financieren. Deze uitbreiding van dit belang kon tegen een voor het fonds aantrekkelijke prijs.

Het fonds blijft zich richten op de kwalitatief meest hoogstaande en stabiele vastgoedondernemingen met sterke balansen en goede kasstromen. Tegelijkertijd zal ook de spreiding tussen regio's en eindmarkten (retail, kantoorpanden, residentieel en overig vastgoed) in stand worden gehouden. Met deze strategie verwachten we dat het fonds in staat zal blijven een degelijk, stabiel inkomen te genereren terwijl de portefeuille relatief robuust is tegen economische schokken en geopolitieke kwesties.



Hof Hoorneman China Value Fund



Het China Value Fund wist na een matig vierde kwartaal in 2018 een duidelijk herstel te laten zien in het eerste kwartaal van 2019. Het algehele positieve sentiment en een groter vertrouwen in een goede uitkomst van de gesprekken tussen de Verenigde Staten en China inzake het handelsconflict zorgden ervoor dat het China Value Fund in het eerste kwartaal een rendement van 11,8% heeft behaald.

Door de koersdalingen in 2018 zagen wij in sommige sectoren aantrekkelijke instapmomenten ontstaan. Zo zijn aandelen van ondernemingen die geraakt worden door de vertragende autoverkopen in China fors in waarde gedaald. Wij verwachten op termijn een herstel van de autoverkopen en hebben van de koersdaling gebruik gemaakt om posities in deze bedrijven op te bouwen. Zo zijn aandelen van toeleveranciers aan de automobielindustrie, zoals Minth en Johnson Electric, aangekocht. Tevens is Brilliance aangekocht. Brilliance is de joint-venture partner van BMW in China en onder druk van BMW is in 2018 overeengekomen dat Brilliance de helft van zijn belang in de joint-venture aan BMW zal verkopen. Als onderdeel van deze overeenkomst is de contractuele looptijd van de joint-venture verlengd en zal BMW meer modellen door de joint-venture laten produceren. Een belangrijk deel van de opbrengst zal als speciaal dividend aan aandeelhouders worden uitgekeerd. Door de herstructurering en de dalende autoverkopen in China is de koers naar onze mening te ver gedaald en hebben we Brilliance aan het begin van het kwartaal aan de portefeuille toegevoegd.

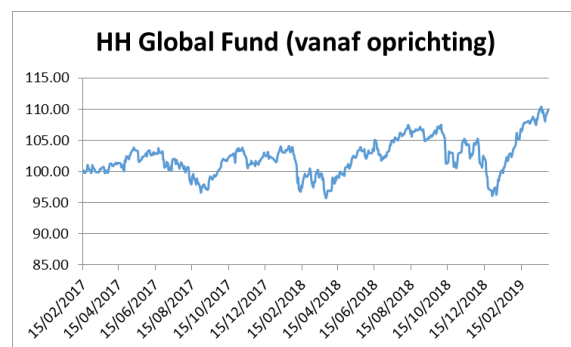
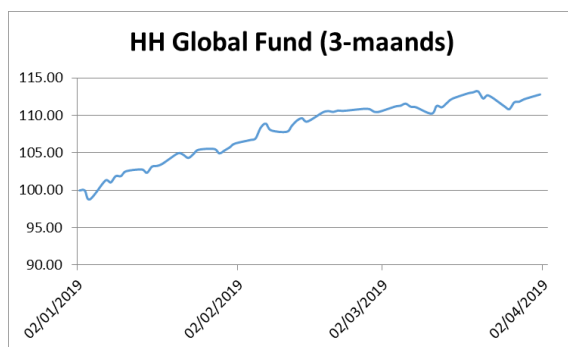
Aan de andere kant hebben we in het eerste kwartaal de positie in Xtep International in fases geheel verkocht. In januari rapporteerde het sportmerk dat de omzet in 2018 met ongeveer 25% is toegenomen en dat de winst meer dan 50% hoger zal liggen dan een jaar eerder. De koers van Xtep is op basis van deze ontwikkelingen fors opgelopen. Wij vinden dat het goede nieuws hiermee voldoende in de aandelenkoers tot uiting komt. Ook hebben we onze positie in Vinda, één van de grote tissuemerken in China, aan het begin van het kwartaal verhoogd en deze na de goede jaarcijfers weer teruggebracht. Vinda weet, mede door de samenwerking met het Europese Essity (tevens grootaandeelhouder), te profiteren van de toenemende consumptie in China en de omzet groeide met 10%. De vrees van de markt dat gestegen grondstofkosten tot sterke margedruk zouden leiden bleek, conform onze verwachting, overdreven en de aandelen lieten een sterk herstel zien na de publicatie van de jaarcijfers. Na dit herstel van de aandelenkoers hebben we, zoals al aangegeven, de positie weer gereduceerd.



De opbrengsten van deze verkopen zijn geherinvesteerd in ondernemingen die op basis van de in maart gepubliceerde jaarcijfers een gezonde ontwikkeling doormaken en waarvan de verwachtingen positief zijn. Voorbeelden hiervan zijn China Sanjiang, Tianneng en Kingdom Holding. Deze ondernemingen zijn in staat de omzet te laten groeien en een aantrekkelijk dividend uit te keren. Naar onze verwachting zijn deze ondernemingen in staat om ook in de komende jaren hun positie te versterken, wat zal resulteren in een hogere winst en een verdere dividendverhogingen.

Het is onze overtuiging dat de beleggingen in het China Value Fund significant ondergewaardeerd zijn, ongeacht de uitkomst van het handelsconflict. Desondanks zijn de koersen hier op korte termijn niet ongevoelig voor.

Hof Hoorneman Global Fund



Het Hof Hoorneman Global Fund behaalde in het eerste kwartaal een rendement van 12,9%.

Gedurende het eerste kwartaal is de positie in Nokia geheel verkocht. Deze producent van telecomapparatuur was al geruime tijd een positie in de portefeuille gebaseerd op de veronderstelling dat Nokia fors gaat profiteren van de investeringen voor de aanleg van 5G-netwerken. Nu dit daadwerkelijk lijkt te gebeuren ziet het er naar uit dat de weinige concurrentie die Nokia hierbij heeft nog verder afneemt, doordat er in veel markten zorgen zijn over de apparatuur van de Chinese concurrent Huawei en, in mindere mate, over die van concurrent ZTE. Op deze nieuwsberichten bereikte de koers het door ons gestelde koersdoel en is Nokia geheel verkocht.

De koers van SoftBank Group heeft dit jaar zeer sterk gepresteerd en heeft daarmee het koersverlies van het laatste kwartaal van 2018 weer goedgemaakt. Doordat de telecomdochter naar de beurs is gebracht is de structuur van Softbank duidelijker geworden en is de korting op de waarde van de verschillende belangen van SoftBank gedeeltelijk verdwenen. Nadat in november nog is bijgekocht was dit voor ons het moment om de positie weer gedeeltelijk te verkopen.

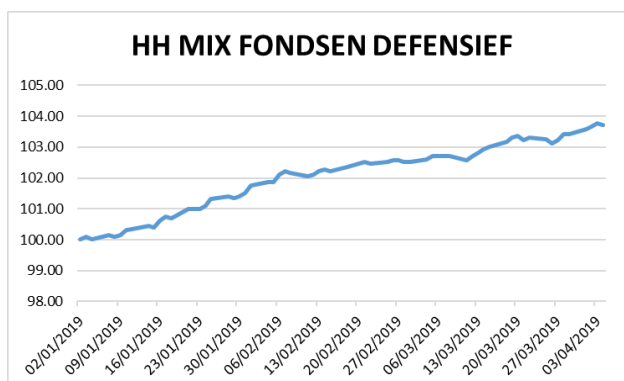
Ook een aantal andere posities zijn gedeeltelijk verkocht, te weten Ahold Delhaize, DSM en Procter & Gamble. Voor de twee laatstgenoemde bedrijven bereikte de koers een *all time high*. Uit de jaarresultaten bleek dat DSM maar beperkt last ondervindt van een afkoelende economie en profiteert van haar focus op milieuvriendelijke producten. Het laatste decennium heeft DSM een duidelijke transformatie laten zien. Een volledige verkoop is nog



niet aan de orde, aangezien DSM met haar sterke balans, beperkte gevoeligheid voor een economische neergang, groeikansen en redelijke waardering goed in de portefeuille past. Ook de koersen van Ahold Delhaize en Procter & Gamble bevonden zich op een niveau waarop het aantrekkelijk was een deel van de koerswinst te verzilveren en te herinvesteren in kansen met een groter opwaarts potentieel.

Een nieuwe onderneming in de portefeuille is EssilorLuxottica. Deze onderneming is recent gefuseerd. De combinatie heeft een zeer groot marktaandeel in het maken van brillenglazen (Essilor) en brillenframes (Luxottica). Deze worden wereldwijd verkocht aan opticiens en via eigen optiekketens. Luxottica produceert ook merkzonnebrillen voor premiummerken en heeft zelf de waardevolle Ray-Ban en Oakley merken. De eindmarkten kennen een structurele groei, onder andere door meer bijziendheid, en zijn maar beperkt gevoelig voor recessies. Door het grote marktaandeel van beide ondernemingen was voor de fusie toestemming nodig van mededingingsautoriteiten. Tijdens dit twee jaar durende proces zijn weinig acquisities gedaan, waardoor de balans naar verwachting eind 2019 schuldenvrij kan zijn. Wij verwachten hierdoor een aantrekkelijke dividendgroei. De koers heeft sinds aankoop onder druk gelegen doordat de grootaandeelhouder het niet eens is met de verdeling van de macht. Wij verwachten dat dit opgelost kan worden, bijvoorbeeld door het aanstellen van een bestuursvoorzitter van buiten de organisatie.

Hof Hoorneman Mix Fondsen Defensief



Hof Hoorneman Mix Fondsen Defensief heeft in het eerste kwartaal van 2019 een rendement behaald van 3,6%. Het Mix Fonds belegt voornamelijk via de door Hof Hoorneman beheerde beleggingsfondsen in aandelen en obligaties van bedrijven die na zorgvuldige analyse zijn geselecteerd. Het rendement is een afspiegeling van de rendementen van de fondsen waarin het fonds belegt is.

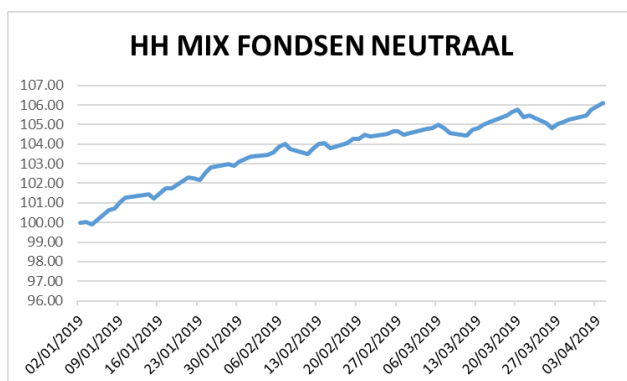
De verdeling per ultimo kwartaal was als volgt:

Beleggingsfonds	Weging per ultimo kwartaal
Hof Hoorneman Obligatie Fonds	53,4%
iShares Euro Corporate Bond Large Cap ETF	23,7%
Hof Hoorneman Global Fund	4,4%
Hof Hoorneman Value Fund	3,9%
Hof Hoorneman Income Fund	2,8%
Hof Hoorneman European Value Fund	2,5%
Hof Hoorneman Real Estate Value Fund	1,9%
Hof Hoorneman Phoenix Fund	1,3%
Hof Hoorneman China Value Fund	1,2%
Hof Hoorneman Emerging Markets Fund	0,7%
Liquide middelen	4,2%



Het defensieve profiel komt tot uiting in de hoge weging van het Hof Hoorneman Obligatie Fonds en iShares Euro Corporate Bond Large Cap ETF. Dit laatste fonds is opgenomen om tegen lage kosten meer spreiding binnen de obligatieportefeuille te realiseren. Voor meer toelichting op de rendementen verwijzen wij u naar de toelichtingen op de fondsen elders in deze nieuwsbrief.

Hof Hoorneman Mix Fondsen Neutraal



Hof Hoorneman Mix Fondsen Neutraal heeft in het eerste kwartaal van 2019 een rendement behaald van 5,5%. Het Mix Fonds belegt voornamelijk via de door Hof Hoorneman beheerde beleggingsfondsen in aandelen en obligaties van bedrijven die na zorgvuldige analyse zijn geselecteerd. Het rendement is een afspiegeling van de rendementen van de fondsen waarin het fonds belegt is.

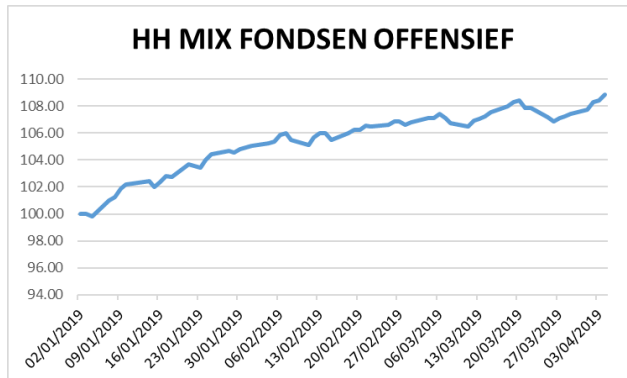
De verdeling per ultimo kwartaal was als volgt:

Beleggingsfonds	Weging per ultimo kwartaal
Hof Hoorneman Obligatie Fonds	44,8%
Hof Hoorneman Value Fund	11,5%
Hof Hoorneman European Value Fund	10,8%
Hof Hoorneman Global Fund	8,3%
Hof Hoorneman Real Estate Value Fund	8,2%
Hof Hoorneman Phoenix Fund	4,8%
Hof Hoorneman China Value Fund	4,0%
Hof Hoorneman Income Fund	2,3%
Hof Hoorneman Emerging Markets Fund	2,2%
Liquide middelen	3,1%

Het neutrale profiel komt tot uiting in een gebalanceerde weging van het Hof Hoorneman Obligatie Fonds enerzijds en fondsen met een groter opwaarts potentieel en een hoger risicoprofiel anderzijds. Voor meer toelichting op de rendementen verwijzen wij u naar de toelichtingen op de fondsen elders in deze nieuwsbrief.



Hof Hoorneman Mix Fondsen Offensief



Hof Hoorneman Mix Fondsen Offensief heeft in het eerste kwartaal van 2019 een rendement behaald van 7,8%. Het Mix Fonds belegt voornamelijk via de door Hof Hoorneman beheerde beleggingsfondsen in aandelen en obligaties van bedrijven die na zorgvuldige analyse zijn geselecteerd. Het rendement is een afspiegeling van de rendementen van de fondsen waarin het fonds belegt is.

De verdeling per ultimo kwartaal was als volgt:

Beleggingsfonds	Weging per ultimo kwartaal
Hof Hoorneman European Value Fund	17,1%
Hof Hoorneman Value Fund	16,8%
Hof Hoorneman Real Estate Value Fund	14,1%
Hof Hoorneman Global Fund	13,8%
Hof Hoorneman Obligatie Fonds	10,4%
Hof Hoorneman Phoenix Fund	7,8%
Hof Hoorneman China Value Fund	6,8%
Hof Hoorneman Income Fund	5,1%
Hof Hoorneman Emerging Markets Fund	4,3%
Liquide middelen	3,8%

Het offensieve profiel komt tot uiting in de relatief lage weging van het Hof Hoorneman Obligatie Fonds en een hogere weging van fondsen met een groter opwaarts potentieel en een hoger risicoprofiel. Voor meer toelichting op de rendementen verwijzen wij u naar de toelichtingen op de fondsen elders in deze nieuwsbrief.