



Nieuwsbrief Hof Hoorneman Beleggingsfondsen

In deze nieuwsbrief over het tweede kwartaal van 2018 informeren wij u over de ontwikkelingen van onze beleggingsfondsen. In onderstaande tabel vindt u de rendementen van de Hof Hoorneman beleggingsfondsen per 2 juli 2018.

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 2 juli 2018	Rendement 2^e kw. 2018	Rendement 12-maands	Rendement 3-jaars*	Rendement 5-jaars*
HH Value Fund	0,2%	6,0%	3,8%	10,2%
HH Income Fund	-0,4%	4,6%	6,4%	10,4%
HH European Value Fund	0,8%	1,6%	4,0%	9,4%
HH Obligatie Fonds	-0,2%	0,5%	1,3%	2,5%
HH Phoenix Fund	1,8%	11,0%	12,9%	20,4%
HH Emerging Markets Fund	-0,6%	1,5%	1,2%	4,7%
HH Real Estate Value Fund	5,2%	8,2%	6,1%	10,4%
HH China Value Fund**	3,3%	6,0%	1,6%	-
HH Global Fund***	5,9%	2,5%	-	-

De genoemde rendementen zijn gebaseerd op intrinsieke waarde conform berekening per 2 juli 2018. 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

** Bij China Value Fund wordt het rendement sinds oprichting 8 oktober 2013 vermeld

*** Bij Global Fund wordt het rendement sinds oprichting 14 februari 2017 vermeld

Algemene en macro-economische ontwikkelingen

In de sterrenkunde bestaat het begrip ‘Goldilocks zone’ (Goudlokjegebied). De kenmerken van een dergelijk gebied zijn optimaal om eventueel aanwezig leven te kunnen ondersteunen met een planeet



van de juiste omvang en de juiste afstand tot een ster, met de juiste temperaturen als gevolg. In de economie bestaat een vergelijkbaar begrip, al zijn economen het niet precies eens over wat het begrip inhoudt. Wat we wel weten is dat een Goldilocks-economie wordt gekenmerkt door degelijke economische groei, stijgende prijzen van beleggingen en een lage werkloosheid. Deze werkloosheid mag echter niet een dusdanige schaarste van arbeid creëren dat de inflatie stijgt.

In de afgelopen maanden hadden de VS en in mindere mate Europa te maken met economische omstandigheden die deze Goldilocks-situatie benaderden. In Europa zijn de regionale verschillen echter groot, met name met betrekking tot werkloosheid. Voor verschillende markten zoals Nederland, Duitsland en Zweden is de werkloosheid al zeer laag en is de economische groei gezond. In Zuid-Europa is de werkloosheid aanzienlijk gedaald, maar nog ver verwijderd van schaarste op de arbeidsmarkt. Dit laat zien dat er nog aanzienlijke ruimte is voor economische groei in Zuid-Europa zonder dat er sprake hoeft te zijn van capaciteitsgroei en productiviteitsgroei. In West-Europa zijn de productiefactoren al schaarser en is de economische groei grotendeels afhankelijk van de combinatie van productiviteitsgroei en demografische groei.

De VS bevindt zich al langer in deze situatie. Dit heeft de Federal Reserve de ruimte gegeven om de rente te blijven verhogen. De combinatie van hogere rentes en veel uitgaven van staatsobligaties door het expansieve fiscale beleid van de Trump-regering zorgt voor veel vraag naar Amerikaanse dollars en een uitstroom in opkomende markten. De valuta's van verschillende opkomende markten lagen onder druk, waardoor de Turkse centrale bank gedwongen was de rente fors te verhogen en Argentinië een noodlening van het IMF aan moest vragen.

Ondanks zorgen over de opgelopen looninflatie in februari lijkt de toegenomen mobiliteit van bedrijven de opwaartse druk op lonen redelijk te beperken. Ook de potentie voor verdere automatisering speelt hier een rol. Inmiddels is de werkloosheid in de VS wel gedaald tot 3,8% en in Nederland tot 3,9%. Dit zorgt voor een betere onderhandelingspositie van werknemers met als gevolg dat in Nederland de loonstijgingen in Cao-akkoorden recentelijk de 2% benaderden.

De ECB kondigde aan het opkopen van obligaties af te bouwen van maandelijks EUR 30 mrd naar EUR 15 mrd vanaf september. In 2019 zal dit naar nul gaan. Dit is nog onder voorbehoud dat de inflatie zal stijgen en is duidelijk een compromis tussen de 'haviken' (bewindslieden die een hogere rente nastreven) en de 'duiven' (bewindslieden die vinden dat de inflatie eerst naar 2% moet gaan voordat de rente verhoogd wordt) in de ECB. De aflopende obligaties die de ECB in portefeuille heeft zullen wel herbelegd worden en de ECB-beleidsrente zal waarschijnlijk pas in de tweede helft van 2019 verhoogd worden.

De fluwelen handschoenen waarmee de ECB de normalisatie van het beleid aanpakt is indicatief voor de hoge schulden van veel Europese landen. Met slechts beperkte economische groei is het moeilijk de schuldratio's in te dammen. Het beheersbaar houden van de rentestanden blijft dan ook voor veel grote landen, vooral in Zuid-Europa, essentieel. Eind mei zorgde politieke onrust klimaat in Italië ook voor een nieuwe correctie van de markten. In korte tijd liep de lange Italiaanse rente op met 1%-punt. Centraal in deze onrust stond een onvermogen van de Italiaanse politiek om het eens te worden over een nieuwe regering. Met name de aanvankelijke keuze voor een euro-sceptische Minister van Financiën stond de regeringsvorming in de weg. Hoewel dit punt is opgelost zal het feit dat er twee populistische, euro-sceptische partijen regeren met een ruim fiscaal beleid en een hoge schuldpositie mogelijk voor meer onrust in Europa zorgen.

West-Europese en Scandinavische economieën hebben het makkelijker. Door de lage rente hebben landen als Duitsland, Nederland en Zweden begrotingsoverschotten. Hiermee kunnen deze overheden van de goedkope schuldenlast gebruik maken om feitelijk schuld terug te dringen, zodat ze meer ruimte hebben om waar nodig contra-cyclisch in te grijpen als de economie weer verslechtert.



Aan het begin van het kwartaal stonden grote discussies over handelsrestricties centraal. De eerste stappen werden door de VS gezet door restricties op staal en aluminium in te voeren. De Chinese overheid was in eerste instantie redelijk succesvol in het beperken van de sancties. De onvoorspelbaarheid van de Amerikaanse president in zijn geopolitieke beleid, en daarmee ook zijn beleid ten aanzien van handelssancties, is echter tijdens het tweede kwartaal voor meer volatiliteit op de aandelenbeurzen gaan zorgen. Het beschermen van intellectueel eigendom tegen Chinees kopieergedrag, het tegengaan van dumpingpraktijken en het bevorderen van de toegang van Amerikaanse bedrijven tot de Chinese markt zijn rationele doelstellingen. De EU heeft bijvoorbeeld al in 2011 importheffingen op Chinees staal ingevoerd en deze in 2018 nog verlengd. De acties van de Trump-regering en het van zich vervreemden van de Europese partners vergroten echter de kans op een handelsoorlog waar uiteindelijk geen enkel land bij gebaat is. De handelssancties lijken op het moment van schrijven niet beperkt te blijven tot China, maar zullen mogelijk ook Europa en Canada raken. Het totale plaatje dat geschetst wordt impliceert dat de wereldeconomie, zeker voor de westerse markten, stuurt naar een nieuw normaal. Groei hoger dan 2 tot 3% per jaar lijkt simpelweg niet realistisch. Groei van de beroepsbevolking van 1% is niet haalbaar voor veel landen in Europa en meer dan 1% productiviteitsverbetering per jaar is ook niet realistisch. Verdere groei zou dan volledig moeten komen uit exportgroei of schuldgroei. Op de huidige schuldenniveaus is het laatste echter niet aan te raden.

De economische groei zorgt, na jaren van onderinvesteringen in de oliesector, in combinatie met oplopende politieke onrust voor een stijgende olieprijs. Een recente productieverhoging van de OPEC-landen heeft deze trend niet gekeerd. Voor Iran zal het als gevolg van de opnieuw ingestelde Amerikaanse sancties moeilijk zijn zijn olie te verkopen. Venezuela is door zeer slechte economische omstandigheden en onderinvesteringen niet in staat zijn productie te verhogen.

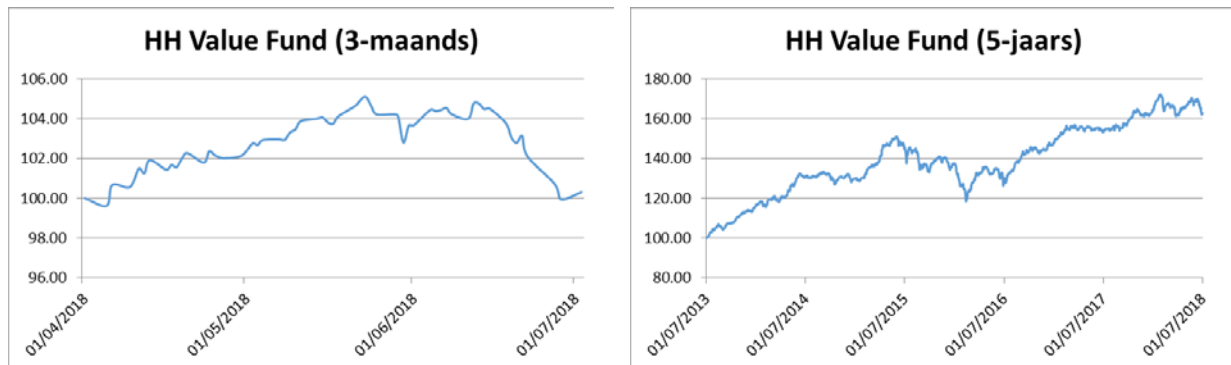
In China laten winkerverkopen eens te meer zien dat de opkomst van de Chinese middenklasse een van de meest voorspelbare, maar ook een van de meest invloedrijke veranderingen is in de wereldeconomie. De groei van de afzet via winkelkanalen blijft consequent groeien met 9 tot 10% per jaar. De verwachting is dat dit percentage over de komende decennia zeer geleidelijk zal dalen, simpelweg vanwege een hogere basis. Deze cijfers bieden echter nog meer dan genoeg ondersteuning voor de investeringen van Hof Hoorneman in China. Ook in de bedrijfscijfers zelf komt deze ontwikkeling naar voren. Na een aantal lastigere kwartalen zijn de prestaties van deze winkelketens weer duidelijk verbeterd. De resultaten stonden onder druk door een tweetal oorzaken. Ten eerste was de Chinese markt als geheel vooruitgelopen op de groei en was ook de expansie van winkelpanden gericht op toekomstige groei. Deze overcapaciteit lijkt inmiddels redelijk door de markt geabsorbeerd te zijn. Ten tweede waren in China de huizenprijzen verder gestegen waardoor de Chinese consument ook meer ging sparen. Chinese huizenkopers zijn namelijk verplicht eigen vermogen in een huis te investeren; bij hogere huizenprijzen moet derhalve meer geld opzijgezet worden om een huis te kopen en stijgen de woonlasten. Het is hierbij vermeldenswaardig dat in westerse economieën consumptie vaak juist stijgt als huizenprijzen stijgen omdat huiseigenaars een groter welvaartsgevoel hebben.

Vooruitzichten

Uiteindelijk zijn waarderingen echter een van de belangrijkste factoren voor Value-beleggers om naar te kijken. Marktbreed zijn die een tikje bovengemiddeld, met een gemiddeld Europa en China, en gaan ze gepaard met lage rentestanden. Economisch zijn er, zeker in Europa, weinig knelpunten en benadert dit de Goldilocks-situatie. Deze combinatie van factoren geeft aan dat langetermijnrendementen naar verwachting in de buurt zullen liggen van hun langetermijngemiddelde voor aandelen. Dit is echter geen garantie voor de korte termijn waarin rendementen volatiel kunnen zijn. Volatiliteit biedt de Value-beleggers van Hof Hoorneman echter kansen om aandelen onder hun intrinsieke waarde te kopen en hiermee een gunstig langetermijnrendement te realiseren. Obligaties, met name langlopende obligaties, zullen meer druk ervaren door de rentestanden die naar verwachting geleidelijk op zullen lopen.



Hof Hoorneman Value Fund



Het Hof Hoorneman Value Fund heeft in het tweede kwartaal van 2018 een rendement behaald van 0,2%, waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op -1,1%.

Binnen de portefeuille zijn verschillende mutaties doorgevoerd. Nieuw in de portefeuille is International Petroleum Corporation. Dit is een olie- en gasproductiebedrijf dat is afgestoten van het veel grotere Lundin Petroleum. De familie Lundin is de grootste aandeelhouder van International Petroleum. Deze familie heeft in het verleden bewezen zeer bedreven te zijn in het uitvoeren van goede deals in deze sector. In januari 2018 heeft International Petroleum de Suffield bezittingen in Canada overgenomen van Cenovus Energy. Wij vonden dit een zeer aantrekkelijke acquisitie. Cenovus Energy wilde de schuld in het bedrijf afbouwen en had daarom besloten dit onderdeel van de hand te doen. Het gaat om conventionele olie- en gasvelden die al meer dan 40 jaar in bedrijf zijn. Door de acquisitie is International Petroleum een veel groter bedrijf geworden. De onderneming kent een zeer hoge cashflow en zal bovendien profiteren van de huidige hogere olieprijs.

Tevens is een positie opgebouwd in een lening die uitgegeven is door Boa OCV. Deze obligatie is aangekocht met een zeer forse korting. Het onderpand van de lening bestaat uit twee constructieschepen, de Boa Deep C en de Boa Sub C. Dit onderpand is ons inziens beduidend meer waard dan de prijs van de lening op het moment van aankoop impliceerde. Beide schepen hebben in het verleden goed gepresteerd en hebben een goede concurrentiepositie in de markt. Door de crisis in de oliemarkt zijn ook de tarieven voor beide schepen hard gedaald. We zien echter herstel in de markt en de koers van de Boa OCV-obligatie heeft nog niet geprofiteerd van dit herstel.

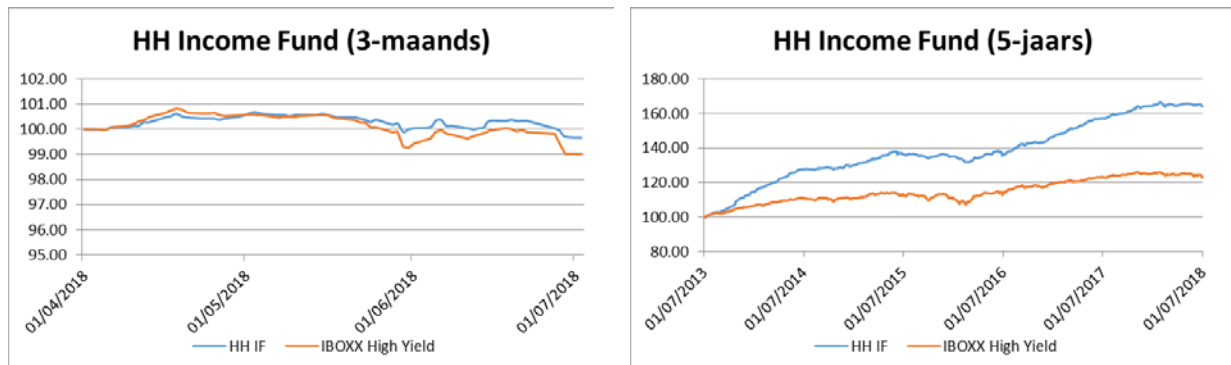
In het tweede kwartaal hebben we de positie in Paragon Banking Group gehalveerd. Dit getuigde van een goede timing aangezien de koers daarna na de kwartaalresultaten behoorlijk terugviel. Op de huidige prijs blijft Paragon echter een interessante propositie.

Aan het einde van het kwartaal is de lening van Awilco Drilling afgelost. Deze lening betrof de eerste obligatie die we in de oliesector kochten in januari 2015. Hiermee is een uitstekend rendement gerealiseerd.

Tevens heeft Vivat een zogenaamde tender offer gedaan op de SRLev 9% lening. Inmiddels kan Vivat goedkoper lenen en het resterend rendement op de lening was dusdanig dat wij besloten hebben om mee te doen aan de tender. Hiermee is de positie in de lening ruim gehalveerd.



Hof Hoorneman Income Fund



Het Hof Hoorneman Income Fund behaalde in het tweede kwartaal een rendement van -0,4%, waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op -0,2%. Het kwartaalrendement werd gedrukt door een hogere vergoeding voor renterisico. Dit werd deels gecompenseerd door oplopende olieprijsen waarvan een aantal van de oliegerelateerde posities profiteerde.

Net als bij het Value Fund is de positie in de SRLev 9% lening het afgelopen kwartaal deels verkocht. Het resterende rendement was 1,75% en dat is een niveau dat in onze ogen onvoldoende concurreert met andere kansen in de markt.

Ook de positie in Ballsbridge Repackaging is verkocht. Dit was een achtergesteld instrument van de Ierse 'bad bank' afwikkelingsentiteit NAMA. Net als bij SR Leven vonden wij het resterende rendement onvoldoende.

Een van de leningen die het Income Fund in het tweede kwartaal heeft aangeschaft is van Altice France, het voormalige SFR Group. Dit bedrijf heeft een sterke positie in zowel vaste telefonie als in mobiele netwerken en dan met name ook in de moderne varianten van beide. Hoewel de Franse markt zeer competitief is, laat de geschiedenis zien dat een dergelijke positie in de markt moeilijk is om aan te vallen. De business is weinig cyclisch en kan dus relatief veel schuld dragen. Volgens onze maatstaven heeft de entiteit een gezonde kapitaalbuffer. De koers van de lening was naar aanleiding van de onrust rond het schuldniveau van andere onderdelen van Altice ook onderuitgegaan, ons inziens onterecht.

Ook is een positie aangekocht in een Aegon CMS-lening. De markt ging er eerder van uit dat dergelijke 'grandfathered' instrumenten uiterlijk 2026 teruggekocht zouden worden. HSBC heeft echter recent een vergelijkbare lening geherclassificeerd zodat deze ook ná 2026 aan regelgeving zal blijven voldoen. Hierdoor ontstond een paniecreactie in de markt, waardoor ook de leningen van Aegon in prijs daalden. Aegon lijkt echter EUR 2 miljard in achtergesteld kapitaal op te gaan halen om dergelijke instrumenten te herfinancieren, waardoor wij denken dat de kans nog steeds groot is dat de instrumenten in of voor 2026 teruggekocht zullen worden.

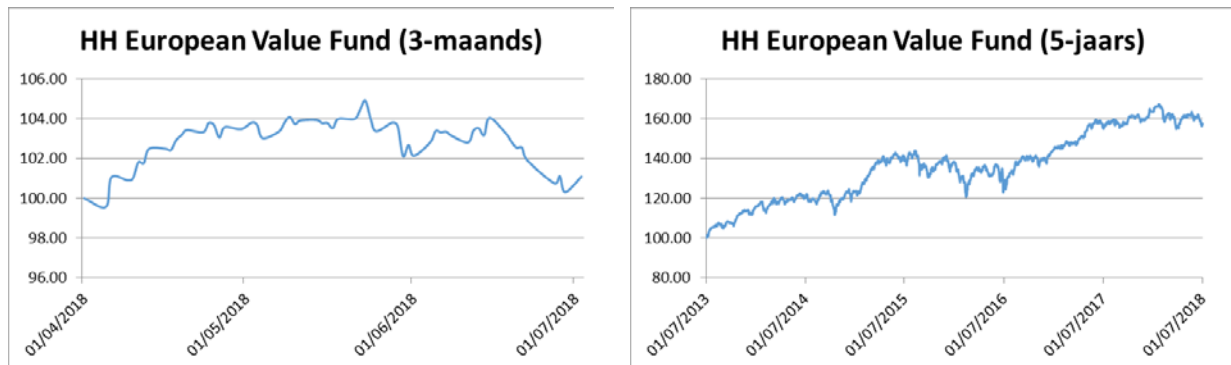
Een andere aankoop was een lening van Frontier Communications met een tweede hypotheek op de activa. In tegenstelling tot de leningen zonder onderpand handelt deze niet op een korting, maar levert echter wel 8,5% rendement op. Omdat de lening een hogere senioriteit heeft dan het grootste deel van de uitstaande schuld is het kredietrisico relatief beperkt. Dankzij de dekking die de telecomactiva bieden vinden wij het rendement meer dan adequaat om de risico's te dekken.

Ondanks de stijgende rente in de VS en toenemende risicopremies op veel leningen is het een gegeven dat een deel van de portefeuille, met name aan de kant van de financiële instellingen, in rendement daalt naar niveaus waar het voor het Income Fund niet meer interessant is. Wij blijven zoeken naar



kansen om dit kapitaal tegen een aantrekkelijk rendement te beleggen. Door een minder euforisch sentiment in een aantal andere sectoren blijft het mogelijk om deze kansen te vinden.

Hof Hoorneman European Value Fund



Het Hof Hoorneman European Value Fund heeft over het tweede kwartaal van 2018 een rendement behaald van 0,8%, waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op -3,7%

Na een eerste kwartaal waarin aandelenkoersen onder druk lagen herstelden deze in het tweede kwartaal. In de tweede helft van mei draaide het sentiment echter opnieuw naar negatief. President Trump blijft de 'belangen' van de Verenigde Staten vooropstellen en kondigde opnieuw importtarieven aan die een aanzienlijke handelswaarde vertegenwoordigen. Deze waren niet alleen gericht op China, maar ook op Europa. Een tweede (kleinere) factor was de coalitievorming in Italië waar de econoom Savona, een euroscepticus, in eerste instantie werd aangewezen als Minister van Financiën. Dit trok een wissel op de Italiaanse rente op staatsleningen. Deze liep meteen fors op. Na het direct ingrijpen van de President is de coalitie met een euro-vriendelijker alternatief gekomen en keerde de rust terug. Dit maakt echter nog altijd duidelijk dat het met de overheidsfinanciën van met name Zuid-Europese landen nog niet heel goed gesteld is. Deze ontwikkelingen zorgden er samen met de koerswijziging van de ECB voor dat de rentes op staatsobligaties van West-Europese landen opnieuw in een dalende trend zitten. Dit had, samen met de toenemende volatiliteit van de aandelenmarkten, weer een negatief effect op de koersen van verzekeraars en ook bankaandelen zijn hierdoor duidelijk achtergebleven. Bij de banken speelt, naast de renteontwikkeling, de mogelijke invloed van een handelsoorlog op de economische groei een belangrijke rol. Samengevat kenden de financials een lastig kwartaal. Het European Value Fund belegt ongeveer 20% van haar vermogen in banken en verzekeraars. Zonder uitzondering zijn dit gezonde ondernemingen met zeer solide balansen. Het feit dat banken en verzekeraars tegenwoordig hogere kapitaalbuffers moeten aanhouden heeft een negatief effect op het rendement op het eigen vermogen (ROE), maar verlaagt het risicoprofiel van deze beleggingen en verhoogt de houdbaarheid van de dividenden. Het dividendrendement voor de sector is met ruim 5% ronduit aantrekkelijk.

Buiten de financiële sector kenden enkele posities tegenvallende resultaten die een significant effect hadden op de koers. Zo meldde KSB (een Duitse pompenfabrikant) een eenmalige tegenvaller binnen een project en kwam Signify (het voormalige Philips Lighting) met licht tegenvallende cijfers over het eerste kwartaal. In beide gevallen is er naar onze mening sprake van een overreactie, derhalve hebben we de posities vergroot na de koerscorrectie.

Naast bovenstaande aankopen zijn onder meer de posities in Villeroy & Boch, Origin Enterprises en Vodafone vergroot.

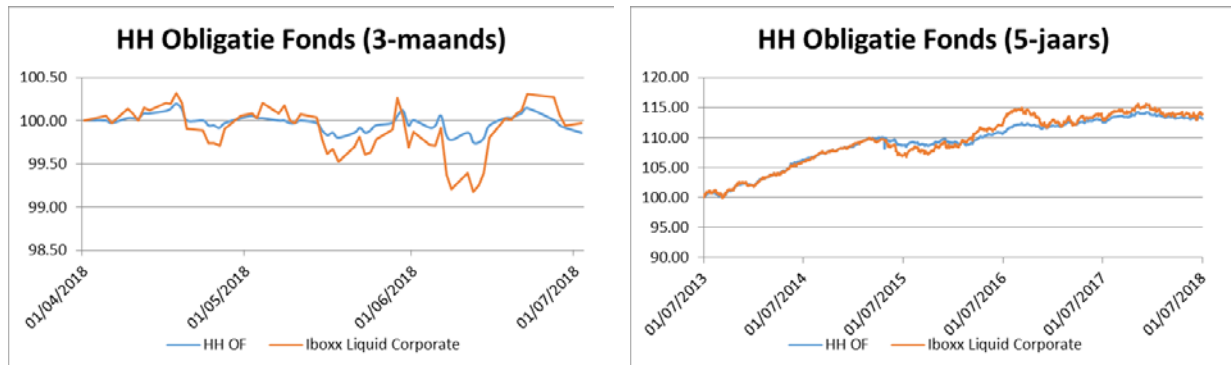
Onze positie in Low & Bonar is in haar geheel verkocht. Over de jaren heen heeft deze belegging een positieve bijdrage geleverd, maar de recente cijfers gaven ons onvoldoende vertrouwen. Verder zijn



de posities in Nokia, ASR en Paragon wat verkleind nadat de wegen door forse koersstijgingen waren opgelopen.

Samengevat was het een lastig tweede kwartaal voor het fonds. Maar vanuit onze fundamentele en Value gedreven beleggingsfilosofie kijken we naar de potentie voor de langere termijn. Kijkend naar de portefeuille als geheel alsmede de posities zelf dan zijn wij onverminderd positief.

Hof Hoorneman Obligatie Fonds



Het Hof Hoorneman Obligatie Fonds heeft het tweede kwartaal met een klein negatief resultaat moeten afsluiten, waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op -0,6%. Onderliggend is de rentegevoeligheid nog steeds laag met ongeveer 3,2 en bedraagt het onderliggende rendement 0,7%.

In het tweede kwartaal daalden de meeste obligatiefondsen licht ondanks het feit dat de rente in Europa een daling liet zien. In het eerste kwartaal werd voornamelijk gediscussieerd over de snelheid van toekomstige renteverhogingen, maar in het tweede kwartaal kwamen daar drie andere factoren voor in de plaats. De eerste, en meest dominante, was de Amerikaanse retoriek over de handelsoorlog. De tweede betrof de Italiaanse verkiezingen waar een coalitie aan de macht gekomen is die de markten weer op de spanningen binnen de eurozone wees. En ten derde begonnen beleggers zich zorgen te maken over de zeer lange economische cyclus in de Verenigde Staten waar de economie al sinds 2009 onafgebroken groeit. Een van de signalen waar beleggers op focussen is het verschil tussen de 2-jaars en de 10-jaars rente. Dat verschil is inmiddels op het laagste punt aangekomen sinds 2007, toen dit verschil overigens negatief was. Een lagere 10-jaarsrente dan de 2-jaarsrente is traditioneel een indicator voor een potentiële recessie. Deze drie factoren hebben er het afgelopen kwartaal voor gezorgd dat de risicopremies (het verschil tussen een staatslening en een bedrijfslening) op bedrijfsobligaties zijn toegenomen met het eerdergenoemde, licht negatieve, rendement tot gevolg.

Het Amerikaanse stelsel van Centrale Banken (FED) is in juni verdergegaan met het verhogen van de zogeheten Fed Funds rate en inmiddels staat de rente in de VS op 2%. De verwachting is dat er dit jaar nog één en zelfs misschien twee renteverhogingen volgen. Echter met de recente handelsspanningen en zorgen van beleggers over de steilheid van de rentecurve zal de FED misschien later dit jaar toch wat gas terugnemen.

De Europese Centrale Bank gaf in het tweede kwartaal aan dat zij pas op zijn vroegst in september 2019 de rente zal beginnen te verhogen. Dat is later dan de markten (en wij) hadden verwacht en leidde tot een verdere rentedaling en een lichte verzwakking van de euro. Wel zal het opkoopprogramma later dit jaar gestopt worden.

Ondanks de zorgen in de markt is er economisch gezien nog weinig te bespeuren van een neergang. De Europese economie groeit weliswaar iets trager dan aan het eind van vorig jaar, maar het huidige tempo is meer in lijn met de gemiddelde groei die je van het continent mag verwachten. Een escalatie

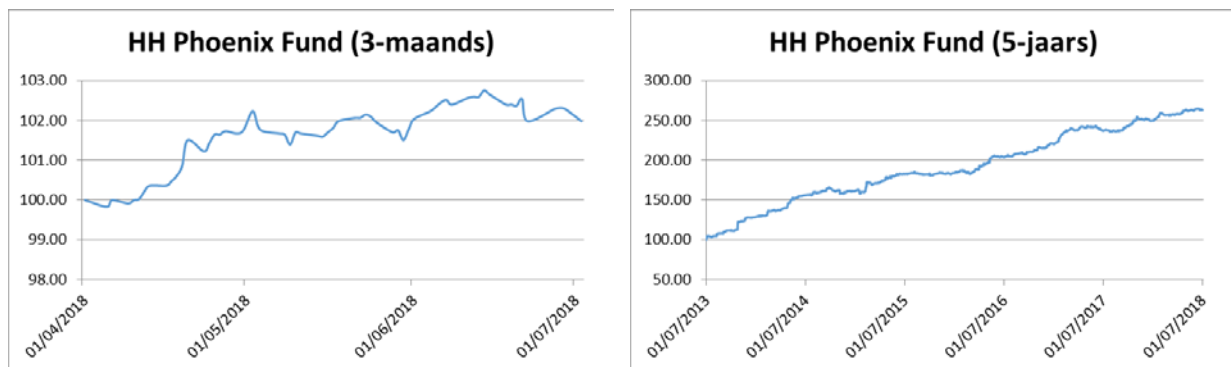


in de handelsoorlog is echter niet meer ondenkbaar dus wij handhaven voorlopig onze voorzichtige portefeuilleopbouw met korte looptijden.

In de portefeuille zijn de bestaande posities in obligaties van Apple en Prologis opgehoogd. Er zijn dit kwartaal drie nieuwe posities toegevoegd, Akzo Nobel, Newell Brands en Verizon Communications. Dit is onder andere gefinancierd door de aflossing van leningen aan Van Lanschot en de Nederlandse Waterschapsbank.

Nieuw is onder andere de bovengenoemde lening van Newell Brands. Newell Brands is ontstaan uit een fusie van Newell Rubbermaid en Jarden in April 2016. Aangezien beide fusiepartners al verschillende merken van huishoudgoederen hadden opgekocht bestaat het gefuseerde bedrijf uit een divers scala aan sterke merken in nichemarkten. Het gros van de verkopen vindt plaats in de VS via supermarktketens, warenhuizen, bouwmarkten en Amazon. De fusie blijkt (zeer) slecht uit te pakken en inmiddels is een aantal activistische aandeelhouders aan de macht gekomen. De bedoeling is om het bedrijf weer fors te verkleinen en met de opbrengst van de verkochte divisies de schulden flink terug te brengen. De waarde van de onderliggende merken overstijgt de bestaande schuld echter nog steeds ruim en daarom is gekozen voor een kleine positie in het Obligatie Fonds.

Hof Hoorneman Phoenix Fund



In het tweede kwartaal behaalde het Hof Hoorneman Phoenix Fund een resultaat van 1,8% waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op 5,2%. Er was een aantal uitkeringen die het rendement hielpen en veel oliegerelateerde posities profiteerden van de oplopende olieprijs en een verbeterend sentiment.

Onze Q-Cells claims kregen een uitkering van ruim 9%-punt, een verdere stap in de afwikkeling van het bedrijf. Wij verwachten dat er op termijn nog significante uitkeringen zullen volgen. Er is nog veel onzekerheid over de uiteindelijke waarde, maar het meeste van deze onzekerheid is gerelateerd aan de extra waarde in de boedel, waardoor ons neerwaarts risico beperkt is.

Als onderdeel van een herstructurering die we dit kwartaal hebben afgerond krijgen we ook een aflossing op onze E Forland-lening. Een groep Noorse investeerders neemt het bedrijf over in ruil voor nieuw kapitaal, waarvan een deel gebruikt wordt voor de aflossing. Omdat het onderpand hetzelfde blijft en de lening na de aflossing kleiner is, zal de kredietwaardigheid van de bestaande lening toenemen. Het schip, dat omgedoopt is naar *Rem Saltire*, heeft tot september een contract met Van Oord om te werken aan windmolenparken. Door de verbeterende vooruitzichten in de energiemarkten verwachten wij dat deze lening uiteindelijk volledig zal worden terugbetaald, ondanks dat we deze oorspronkelijk met een korting van 40% hebben aangekocht.

De Awilco Drilling lening is aan het einde van het kwartaal volledig terugbetaald door het bedrijf. Dit ontvangt inmiddels nieuwe boorcontracten en heeft aandelenkapitaal weten op te halen door aan te kondigen dat ze een nieuw platform zullen bouwen voor de Noordzee. Door de ruime kaspositie en het

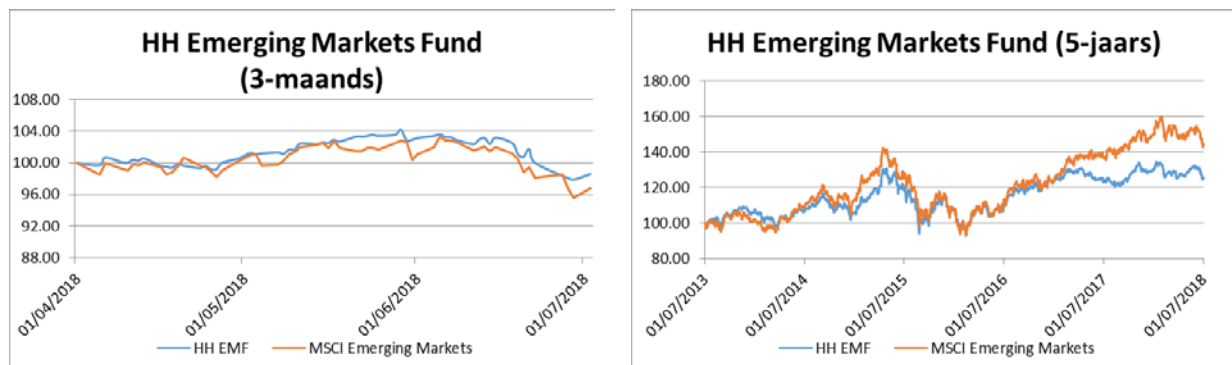


nieuwe kapitaal is ruimte op de balans gecreëerd om de lening af te kunnen betalen, waardoor ze veel rentelasten besparen.

We hebben afgelopen kwartaal een positie gekocht in de langlopende schuld van Frontier Communications. Op de aankoopprijs rond midden 50 hebben we ongeveer vier keer het brutobedrijfsresultaat van de onderneming betaald, een aantrekkelijke prijs voor een telecombedrijf. De schuld, die preferent is aan de lening, is beperkt; ongeveer twee keer het brutobedrijfsresultaat. Door de lage prijs is de effectieve rente van de lening ruim 14%. Naast de potentiële prijsstijging van de lening vinden wij dit een aantrekkelijke vergoeding voor het beperkte risico dat wij als unsecured schuldeisers aan waarde moeten inleveren aan preferente schuldeisers of nieuw kapitaal in een herstructurering.

Ook is een positie aangekocht in de Lloyds 9,25% preferente aandelen. Eerder dit jaar was er in de Engelse markt voor dergelijke 'preffen' veel onzekerheid omdat Aviva had aangekondigd haar preffen op een prijs van 100 terug te kopen. De stukken handelden, door het hoge rendement en de aanname dat ze niet op 100 teruggekocht zouden kunnen worden, tegen een forse premie. Door de reputatieschade die dit mogelijk zou veroorzaken heeft Aviva later aangekondigd de terugkoop niet door te zetten. Wij verwachten een vergelijkbare uitkomst bij Lloyds en hebben de stukken tegen een korting gekocht ten opzichte van historische prijzen.

Hof Hoorneman Emerging Markets Fund



Het Hof Hoorneman Emerging Markets Fund behaalde in het tweede kwartaal een rendement van -0,6% waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op -3,6%. Met name op het gebied van valuta waren er grote verschuivingen en dit had een significant effect op de rendementen van opkomende markten. De landen met doorgaans gevoeliger valuta zoals Turkije, Brazilië, Argentinië en Zuid-Afrika hadden daar het meeste last van. Over het algemeen heeft het Emerging Markets Fund een lagere weging naar landen met een relatief zwakke valuta. De Braziliaanse beurs werd daarnaast ook negatief geraakt door stakingen in de transportsector en politieke instabiliteit. De Russische aandelenmarkt reageerde negatief op nieuwe sancties die door de Verenigde Staten tegen Russische bedrijven werden afgekondigd en Zuid-Korea profiteerde aanvankelijk van initiatieven om de banden met Noord-Korea aan te halen.

Gedurende het kwartaal zijn enkele wijzigingen aangebracht in de portefeuille. Zo hebben we het Filipijnse Metro Pacific Investments (MPI) aan de portefeuille toegevoegd. MPI is een onderdeel van First Pacific, dat al een positie in het fonds is. MPI is een grote Filipijnse infrastructuurspeler en is actief in onder meer elektriciteit, tolwegen en water. De koers van de onderneming heeft de afgelopen perioden onder druk gelegen omdat er onzekerheid is over tariefaanpassingen vanuit de overheid. De koersdaling vinden wij excessief aangezien ook met een negatieve uitkomst van deze tariefaanpassingen een goed rendement op het eigen vermogen moet kunnen worden behaald.

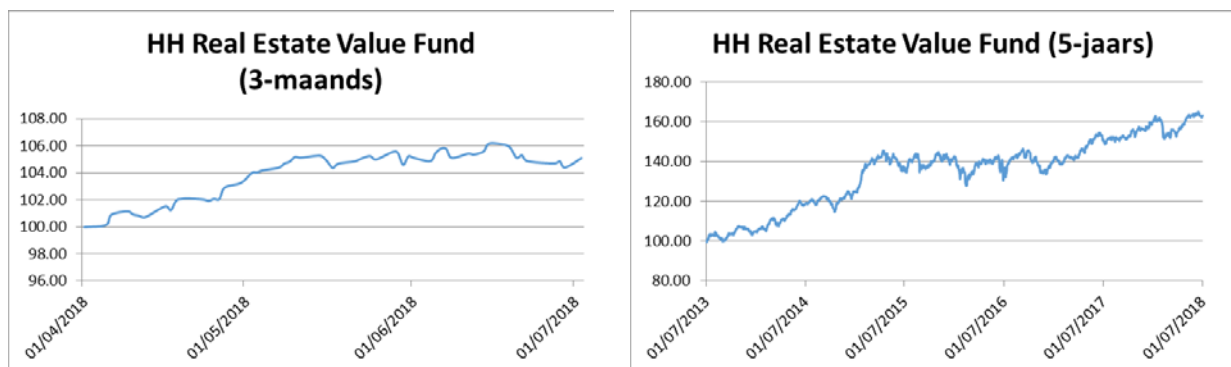


Ook hebben we AT&S bijgekocht (een fabrikant van hoogwaardige printplaten), waarvan we eerder dit jaar als gevolg van de sterke koersstijging een deel van onze positie verkochten. Sindsdien is de koers van de onderneming teruggevallen en vinden wij bij het huidige prijsniveau een hogere weging gerechtvaardigd. De jaarcijfers van het bedrijf lieten een goede ontwikkeling zien met een sterk verbeterde balans en verwacht wordt dat de onderneming ook de komende jaren een gezonde omzet- en winstgroei kan laten zien.

Daarnaast hebben we meegedaan aan een bod van Aberdeen Emerging Markets Investment Company op ongeveer 10% van de eigen aandelen. Dit bod is gedaan rond de intrinsieke waarde, terwijl het fonds op de beurs verhandeld wordt met een korting van ongeveer 13%. Door mee te doen aan deze bieding hebben we een extra rendement kunnen maken. Dit is een prima voorbeeld van de strategie van het Emerging Markets Fund, waarbij we via closed-end beleggingsfondsen een positie opbouwen naar een specifiek land of regio en waarbij het management van deze fondsen zich ten doel heeft gesteld om de korting te verlagen.

In de laatste weken van het kwartaal hebben we ook een tweetal posities in China uitgebreid; Zhejiang Expressway en Fufeng. Fufeng maakte zeer degelijke jaarcijfers bekend, maar gaf ook aan dat de winst in de eerste helft van 2018 lager zal uitvallen dan verwacht. Dit wordt veroorzaakt door stijgende grondstofkosten en minder snel stijgende verkoopprijzen van hun eindproducten. Hierdoor is er druk op de marge ontstaan. Gezien de concurrentiepositie van Fufeng zien wij dit als een tijdelijk fenomeen en zien de gedaalde koers als een aantrekkelijk niveau om onze positie te vergroten. Ook de koers van Zhejiang Expressway is sterk gedaald door onzekerheden omtrent de winstontwikkeling bij een dochteronderneming. De invloed hiervan op het dividend zal echter beperkt zijn en met een dividendrendement dat groter is dan 6% per jaar hebben wij de positie verhoogd.

Hof Hoorneman Real Estate Value Fund



De vastgoedmarkten lieten in het tweede kwartaal van 2018 herstel zien. Het verlies uit de eerste maanden van het jaar werd meer dan goed gemaakt. Het Hof Hoorneman Real Estate Value Fund kende in het tweede kwartaal een rendement van 5,2% waardoor het rendement over het eerste halfjaar van 2018 uitkomt op 1,9%.

In de markt vormden overnameperikelen een centraal deel van de ontwikkelingen. Het middelpunt hiervan was Hammerson. Deze Britse onderneming trachtte eerst zelf branchegeenoot Intu over te nemen. Na het mislukken van deze poging was Hammerson zelf het doel van een bod van Klépierre, een van onze portefeuilleposities, dat vervolgens werd afgeslagen.

Een ander overnamebod kwam van Foncière des Régions. Deze portefeuillepositie heeft een bod gedaan op de dochteronderneming Beni Stabili, waarin Foncière des Régions al een meerderheid had. Dit bod, in uitsluitend aandelen, is erop gericht om de overige grofweg 45% van de onderneming over te nemen. Dit is al geaccepteerd door de raad van bestuur van Beni Stabili. Het zal echter pas in



september aan de aandeelhoudersvergadering worden voorgelegd. Tevens heeft Foncière des Régions besloten om de naam te veranderen naar Covivio.

Binnen Europa is gedurende het jaar een duidelijk verschil te zien tussen de verschillende regio's. De Spaanse vastgoedmarkt heeft het in het eerste halfjaar zeer goed gedaan maar werd vooral gedragen door een sterk eerste kwartaal. De Franse vastgoedmarkt blijft relatief achter. De oorzaak hiervoor is dat de grote Franse vastgoedspelers voornamelijk gericht zijn op winkelpanden en winkelcentra terwijl residentieel en kantoorvastgoed beter heeft gepresteerd. De portefeuille heeft wel een aanzienlijke positie in Franse vastgoedondernemingen die zijn gericht op winkelvastgoed. Deze ondernemingen hebben het in de afgelopen periode lastig gehad maar onze selectie heeft kwalitatief hoogstaand vastgoed, een aantrekkelijke waardering en een sterk trackrecord op het gebied van creatie van aandeelhouderswaarde.

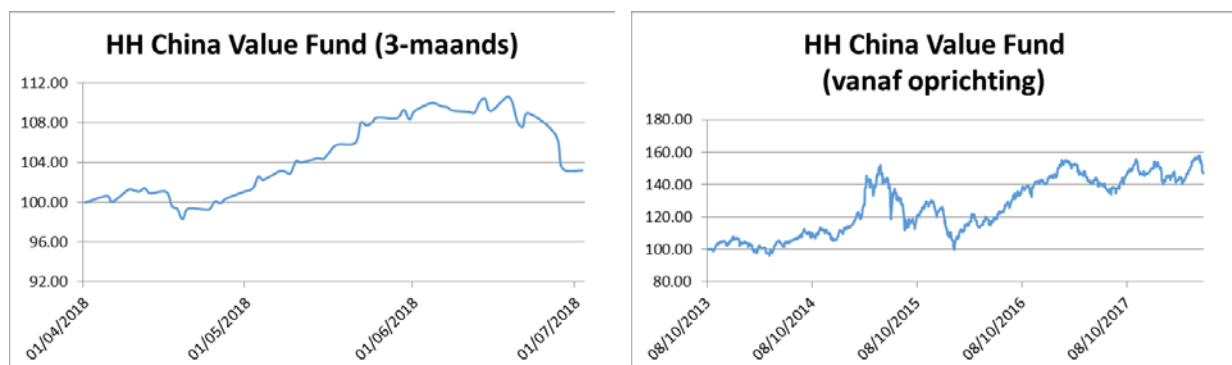
De sterkste markt binnen de portefeuille is echter de Zweedse markt. Catena, D. Carnegie & Co en Atrium Ljungberg lieten allen een sterke ontwikkeling zien, gedragen door het afronden van enkele ontwikkelingsprojecten waardoor meer van de portefeuille bijdraagt aan het resultaat. Ook wordt dit ondersteund door de sterke ontwikkeling van de prijzen en de kwaliteit van het vastgoed in de Zweedse binnensteden en dan met name Stockholm.

Het fonds heeft zich gepositioneerd voor de aankomende verwachte renteverhogingen. Binnen de portefeuille ligt veel nadruk op bedrijven die hun verplichtingen voor lange termijn tegen aantrekkelijke rentestanden hebben weten vast te leggen. Tegelijkertijd is er ook veel aandacht voor inflatiecorrectie in de huren. Bedrijven die beide zaken goed op orde hebben kunnen in de komende jaren profiteren van een stijging van huurprijzen, als gevolg van de stijgende inflatie die doorgaans meebeweegt met de rente. De stijging van de rentelasten komt echter met een duidelijke vertraging door daar de verplichtingen langer zijn vastgelegd.

Nieuw in de portefeuille is Yew Grove. Deze Ierse vastgoedonderneming richt zich op een niche. De afwikkelingen van faillissementen ten tijde van de crisis in Ierland hebben lange tijd gezorgd voor vastgoed dat in eigendom was van, bijvoorbeeld, private equity fondsen die wilden profiteren van de afwikkeling van de boedel. Deze partijen, die geen expertise hebben bij het beheren van vastgoed en hun winst al geboekt hebben, beginnen nu panden te verkopen. Ook zijn de huurders en het beheer van het pand vaak verwaarloosd. Dit maakt deze objecten aantrekkelijke aankopen voor een nieuwe onderneming als Yew Grove. De markt met veel min of meer geforceerde verkopers en weinig kopers zorgt voor aantrekkelijke prijzen; goed beheer van de panden en de huurders zorgt voor een relatief gemakkelijke mogelijkheid om meer waarde toe te voegen en eventuele huurverhogingen door te voeren.

Tevens zijn enkele posities verhoogd gedurende het kwartaal. Voorbeelden hiervan zijn Unite Group, Grand City Properties en de 5,744% Tesco Property Finance lening.

Hof Hoorneman China Value Fund





Het Hof Hoorneman China Value Fund heeft in het tweede kwartaal een positief rendement van 3,3% behaald, waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op -1,7%.

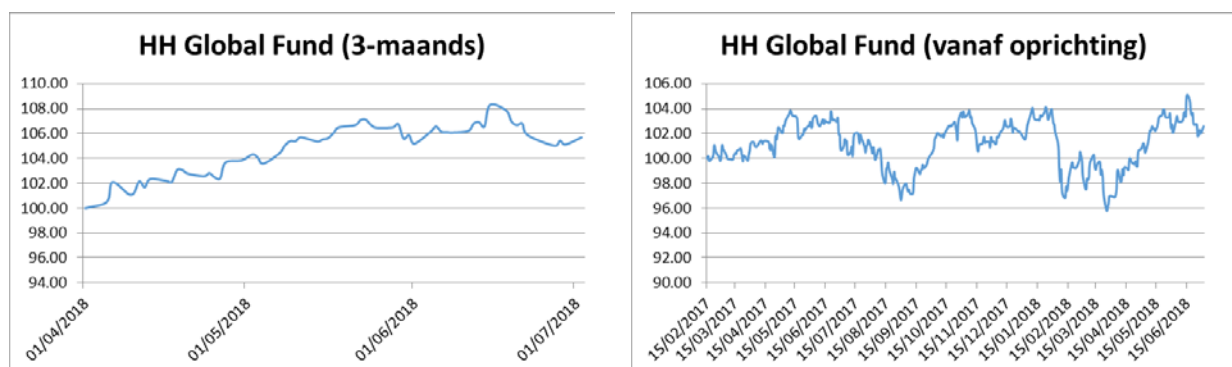
Met name in de eerste twee maanden van het kwartaal presteerde het fonds sterk. De koersen werden gesteund door de gepubliceerde bedrijfscijfers die over een brede linie een gezonde ontwikkeling lieten zien. Conform onze verwachtingen was een groot deel van de ondernemingen binnen de portefeuille in staat de winst en het dividend op te voeren. De laatste maand van het kwartaal werden deze positieve bedrijfsmatige ontwikkelingen echter overschaduwd door toenemende zorgen omtrent het handelssconflict tussen China en de Verenigde Staten en werd een belangrijk deel van de winst weer ingeleverd.

Met name de retailers in de portefeuille wisten in het tweede kwartaal een positief rendement te behalen. De marktomstandigheden in zowel China als Hongkong lieten een verbetering zien. Door stijgende omzetten in combinatie met goede kostenbeheersing kon de winstgevendheid worden opgevoerd. Het meest opvallend waren IT en Xtep. IT is een retailer met winkels in China, Hongkong en Japan. De winkels in China en Japan lieten de laatste jaren al goede ontwikkelingen zien, maar dit werd geneutraliseerd door de winkels in Hongkong die verlieslatend waren. In de afgelopen periode is hier echter verandering in gekomen en zijn ook de winkels in Hongkong winstgevend geworden. Xtep heeft de laatste jaren zijn distributienetwerk geherstructureerd. Dit proces is inmiddels afgerond en de positieve effecten daarvan worden zichtbaar. Dit valt samen met een gezonde ontwikkeling van de brutomarge en de omzet, waardoor de winst dit jaar naar verwachting sterk zal stijgen.

Aan het einde van het kwartaal hebben we van de koersdalingen gebruik gemaakt om een aantal posities uit te breiden. Zo hebben we onder andere bijgekocht in Fufeng, Zhejiang Expressway en Xingda. Fufeng maakte zeer degelijke jaarcijfers bekend, maar gaf ook aan dat de winst in de eerste helft van 2018 lager zal uitvallen dan verwacht. Dit wordt veroorzaakt door de stijgende grondstofkosten en minder snel stijgende verkoopprijzen van hun eindproducten. Hierdoor is er druk op de marge ontstaan. Gezien de sterke concurrentiepositie van Fufeng zien wij dit als een tijdelijk fenomeen en zien wij de gedaalde koers als een aantrekkelijke mogelijkheid om de positie te vergroten. Ook de koers van Zhejiang Expressway is sterk gedaald door onzekerheden over de winstontwikkeling bij een dochteronderneming. De invloed hiervan op het dividend zal echter beperkt zijn en met een dividendrendement dat hoger ligt dan 6% per jaar is ook de positie in het China Value Fund verhoogd.

We zijn onveranderd positief over de vooruitzichten van het fonds. De gepubliceerde jaarcijfers bevestigen de gezonde ontwikkelingen bij de bedrijven waarin het China Value Fund belegt. Gecombineerd met de aantrekkelijke waarderingen geeft dit een solide basis voor de komende periode.

Hof Hoorneman Global Fund





Het Hof Hoorneman Global Fund heeft in het tweede kwartaal van 2018 een rendement behaald van 5,9% waardoor het rendement over het eerste halfjaar van 2018 uitkomt op 1,0%.

Na een eerste kwartaal waarin aandelenkoersen onder druk lagen, herstelden deze in het tweede kwartaal. Met name de aandelen van populaire technologiebedrijven presteren ook dit jaar weer goed. Zelfs de koers van Facebook heeft, ondanks het Cambridge Analytica-schandaal, dit jaar een positief rendement laten zien. Toch zijn er zeker zorgen bij beleggers. De groei van de wereldeconomie lijkt af te zwakken ten opzichte van 2017 en eventuele handelsoorlogen en politieke onrust in Europa zullen dit nog versterken. Hoewel wij deze zorgen delen, blijven wij een consistent beleggingsbeleid voeren, waarbij we beleggen in bedrijven met sterke balansen en stabiele kasstromen. Dit alles met een scherp oog op waarderingen en met een langetermijnfocus.

Gezien de instroom in het fonds hebben we een aantal posities met een bovengemiddeld aantrekkelijke waardering bijgekocht. Vermeldenswaardig zijn Essity, Thomson Reuters, Sanofi, Walt Disney en IBM. Essity, onder andere bekend van de merken Libresse, Tempo en Tork, heeft last van stijgende pulpprijzen, maar rapporteerde degelijke kwartaalcijfers. Tijdens het tweede halfjaar zal Essity haar verkoopprijzen verhogen en zal dit de winst ten goede komen. Van een dieptepunt in de koers van Thomson Reuters is gebruik gemaakt om bij te kopen. De kwartaalcijfers waren goed en de recente gedeeltelijke verkoop van de Finance & Risk divisie zorgt voor meer stabiliteit. Na deze verkoop is het wel zaak voor het bedrijf dat zij de overheadkosten verlagen.

Ook Sanofi is bijgekocht op een gunstige waardering met een aantrekkelijk dividendrendement. Het ontbreken van de introductie van nieuwe medicijnen op korte termijn is voor veel partijen een reden om uit te stappen. Met onze lange termijnvisie is dit geen reden om te verkopen, maar juist om te profiteren van de onderwaardering. Ook voor Walt Disney en IBM geldt dat de waardering aantrekkelijk is. Veel beleggers prefereren sneller groeiende media- en technologiebedrijven zoals Netflix en Amazon. Wij zijn echter van mening dat de risico-rendementsverhouding hiervan niet aantrekkelijk is. De positie in Nike is verlaagd nadat de koers al vooruitgelopen is op de realiteit. Anderzijds blijft dit een zeer sterk merk, waarmee hoge marges en rendementen op geïnvesteerd vermogen behaald worden.

Opvallend is dat twee van de dalers in het fonds financiële instellingen zijn, namelijk ING Groep en ABN AMRO Group. De onrust rond Italië en de opkomende dreiging van handelsoorlogen was hier debet aan. De markt straft banken vaak als eerste af bij een vertragende economie met het oog op meer achterstanden op hypotheek en bedrijfskredieten. Hoewel de directe exposure van ING en ABN naar Italië zeer beperkt is, resulteert de onrust in Zuid-Europa in lagere rentes in West-Europa, wat ongunstig is voor de rentemarge van banken. Daarnaast is het besmettingsgevaar van een faillissement van een bank of Europees land altijd aanwezig. Het totale aandeel van financiële instellingen in het Global Fund is bewust laag gehouden, waardoor de invloed van dergelijke onrust beperkt is. In ING en ABN hebben wij voldoende vertrouwen, de balansen zijn na de vorige crisis flink aangesterkt en het gros van de activiteiten bevindt zich in de goed draaiende Nederlandse economie. De aantrekkelijke dividenduitkeringen zijn houdbaarder door de hogere buffers die banken aan moeten houden door strengere regelgeving.

In vergelijking met bijvoorbeeld de MSCI World index heeft het Global Fund een lagere weging in Amerikaanse aandelen. Wij vinden deze aandelenmarkt erg duur. Daarnaast heeft het fonds een positie in populaire technologieondernemingen zoals bijvoorbeeld Amazon, Facebook en Google. Deze zijn, naar onze maatstaven en ondanks hun competitieve voordelen, veel te hoog gewaardeerd. Het sterker worden van de Amerikaanse dollar en de constatering dat de technologieaandelen het goed blijven doen zien we terug in de performance.