



Nieuwsbrief Hof Hoorneman Beleggingsfondsen

In deze nieuwsbrief over het tweede 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 30 juni 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 30 juni 2019	Rendement 2^e kw. 2019	Rendement 12-maands	Rendement 3-jaars*	Rendement 5-jaars*
HH Value Fund	-2,9%	-7,7%	4,6%	2,7%
HH Income Fund	0,7%	-0,3%	6,1%	5,0%
HH European Value Fund	2,4%	-2,5%	5,8%	4,9%
HH Obligatie Fonds	1,8%	3,1%	1,7%	1,9%
HH Phoenix Fund	-0,4%	-0,5%	8,6%	10,9%
HH Emerging Markets Fund	-1,8%	2,4%	4,3%	3,5%
HH Real Estate Value Fund	0,8%	5,1%	7,6%	7,5%
HH China Value Fund	-6,6%	-4,6%	4,8%	6,8%
HH Global Fund**	2,1%	12,1%	-	-
HH Mix Fondsen Defensief***	1,4%	-	-	-
HH Mix Fondsen Neutraal***	0,6%	-	-	-
HH Mix Fondsen Offensief***	-0,1%	-	-	-

De genoemde rendementen zijn gebaseerd op intrinsieke waarde conform berekening per 30 juni 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 zeer goed eerste kwartaal voor aandelenmarkten nam de volatiliteit in het tweede kwartaal toe. Met name in mei daalden veel indices. De daling werd vooral ingegeven door ingestelde handelstarieven van de V.S. op de import van Chinese goederen en de effecten daarvan op economische groei. Bovendien werd het belangrijkste Chinese telecombedrijf Huawei op een sanctielijst geplaatst. Op het moment van schrijven is een wapenstilstand gesloten, maar is van een definitieve oplossing zeker nog geen sprake.

Voor bedrijven wereldwijd betekenen het toenemende protectionisme en geopolitieke ontwikkelingen meer onzekerheid. Dit is gedeeltelijk terug te zien in leidende economische indicatoren. Zo bereikte de Amerikaanse inkoopmanagersindex, een indicator die het vertrouwen van producenten weergeeft, het laagste niveau in bijna drie jaar. Ook in de eurozone en in de gehele Europese Unie zwakte het vertrouwen in juni af. Vooral in het sterk van export afhankelijke Duitsland ligt de bedrijvigheid op een laag niveau. Het producentenvertrouwen van de Nederlandse industrie daalde in juni naar een niveau dat in bijna drie jaar niet gezien is. Voor Amerikaanse consumenten betekent het toenemende inflatie, aangezien veel partijen de handelstarieven proberen door te berekenen. Als reactie op de handelstarieven verplaatsten veel Chinese bedrijven hun productiecapaciteit naar landen als Vietnam, waar de lonen ook nog eens lager zijn. De Vietnamese economie profiteert daarom voorlopig van de handelsoorlog.

Door de toegenomen onzekerheid sorteren de financiële markten voor op monetaire verruiming in de V.S. In 2018 werd de rente nog vier keer verhoogd; dit jaar lijkt de rente niet verhoogd en mogelijk zelfs verlaagd te gaan worden. Fed-voorzitter Powell gaf onlangs al aan dat de economische risico's toenemen. De economische omstandigheden zijn nog erg goed met een zeer lage werkloosheid. Beleidsmakers kijken echter vooral vooruit en gegeven de toegenomen onzekerheid zijn toekomstige renteverlagingen in de V.S. niet uit te sluiten.

In Europa was de ECB juist begonnen met het verminderen van monetaire prikkels en 2019 zou het jaar worden van de eerste renteverhogingen sinds lange tijd. De markt verwacht inmiddels echter juist renteverlagingen in de eurozone in plaats van -verhogingen. ECB-president Draghi gaf onlangs aan dat er verdere monetaire stimuleringsmaatregelen zouden volgen als de economische situatie verder zou verslechteren. Dit heeft erin geresulteerd dat aan het einde van mei maar liefst 20% van de 'investment grade'-bedrijfsobligaties in euro's een negatief rendement kende. Voor overheidsobligaties is dit percentage nog hoger. De rente op Duitse 10-jaars staatsobligaties werd gedurende het kwartaal negatief en bereikte zelfs het laagste punt ooit.

De laatste jaren blijven de Value-aandelen behoorlijk achter bij groei-aandelen. Het verschil tussen de twee beleggingstijlen benadert de situatie ten tijde van de piek van de 'dot com'-bubbel eind vorig decennium. De dalende rente zorgt ook dit jaar voor een fors verschil tussen de prestaties van Value-aandelen ten opzichte van groei-aandelen. Een lage rente zorgt namelijk voor een lage verdisconteringsvoet, wat met name gunstig is voor de waardering van groei-aandelen. Zelfs met het effect van de lage rentestanden vinden wij deze periode van relatief zwakke prestaties van de Value-stijl onterecht en lijkt het een kwestie van tijd tot dit normaliseert.

Amerikaanse aandelen hebben de afgelopen twee jaar ten opzichte van Europese aandelen een historische ontkoppeling bereikt. In de naoorlogse periode tot 2008 bewogen Amerikaanse en Europese aandelen min of meer in tandem. Sinds 2008 is er echter een ontkoppeling ontstaan. De oorzaak lijkt vooral te liggen in de opkomst van Amerikaanse techgiganten die de rest van de markt op sleeptouw hebben genomen. Daarnaast hebben Amerikaanse bedrijven enorme aandeleninkoopprogramma's uitgevoerd, die de koersen gestuurd en in veel gevallen de balansen

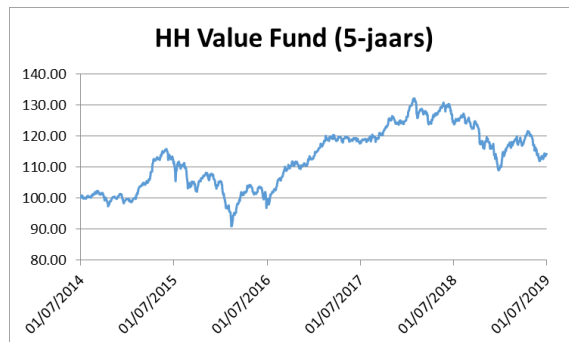
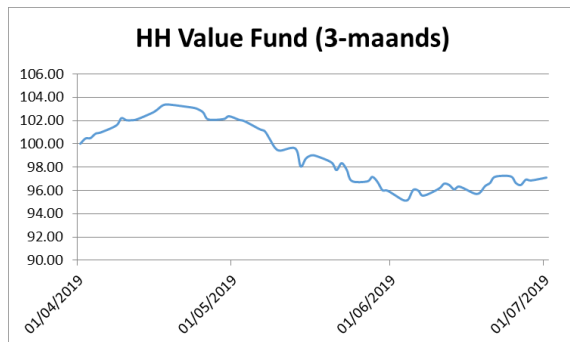


verzwakt hebben. Aandelen in Europa zijn gemiddeld genomen aantrekkelijker gewaardeerd en aandelen in Hongkong zijn ronduit goedkoop.

Vooruitzichten

Wij positioneren onze portefeuilles om op de lange termijn een goede risico-rendementsverhouding te behalen. Daarbij past het vasthouden aan ons Value-beleid, met een focus op onderwaarderingen, sterke balansen en aantrekkelijke kasstromen. Door een gedegen rente- en risicobeleid vormen ook onze meer defensieve fondsen een stabiele basis voor uw beleggingsportefeuille. De lange termijn verwachtingen voor deze beleggingscategorie zijn echter op dit moment beperkt.

Hof Hoorneman Value Fund



Het tweede kwartaal was een licht teleurstellend kwartaal voor het Hof Hoorneman Value Fund. De positieve maanden april en juni werden tenietgedaan door een behoorlijk slechte maand mei toen angst voor afzwakkende economische groei de beurzen net als in december 2018 in de greep had. Het fonds behaalde in het tweede kwartaal een rendement van -2,9%.

In het kwartaal is een positie opgebouwd in de aandelen van IG Group. IG Group is als online handelsplatform voor aandelen, obligaties en allerlei derivaten marktleider in het Verenigd Koninkrijk. Het bedrijf heeft een lang en goed trackrecord. De koers kwam vorig jaar echter onder druk nadat de toezichthouder de handel in binaire opties verbood. Verder nam de handel in cryptocurrencies fors af nadat de bubbel daarvan geknapt was waardoor de waardering van het bedrijf op niveaus belandde die we voor het laatst in 2008/2009 gezien hebben. De combinatie van een prima historie, een lage waardering en een uitstekend dividend was voor ons reden om de positie op te nemen.

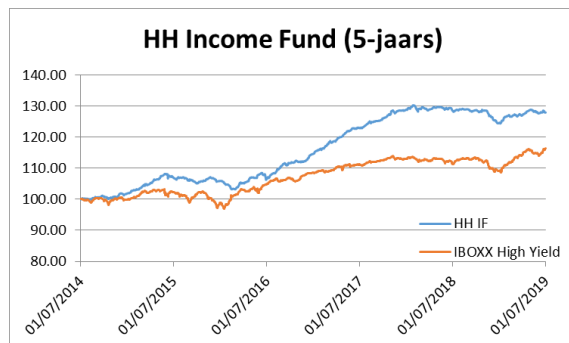
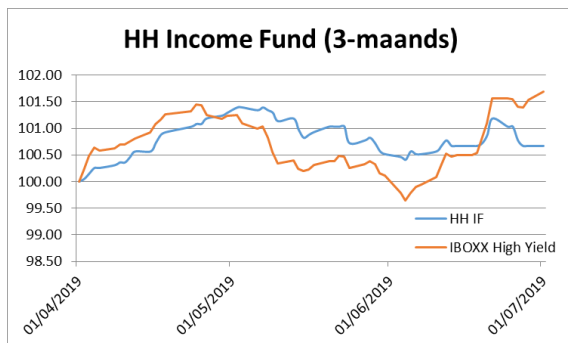
Na het bezoek van onze analisten aan Hongkong is er een positie in Xinyi Glass opgebouwd. Dit bedrijf volgen we al vele jaren maar we vonden nooit een goed moment om erin te beleggen. Het meest recente bezoek, en de koersdaling eind 2018, overtuigden ons om Xinyi nu wel op te nemen in de portefeuille. Xinyi Glass is een gediversifieerd glasbedrijf met een uitstekende marktpositie in de wereldwijde glasindustrie. Zo is het een van de grootste fabrikanten van autovervangingsglas ter wereld en verkoopt dit in meer dan 140 landen (75% van de omzet van XYG autoglas wordt verkocht in het buitenland). Hoewel de productie van gewoon glas afhankelijk is van de bouwactiviteit en daarmee cyclisch is, vinden wij de huidige waardering veel te laag voor de kwaliteit en de groei die dit bedrijf kenmerkt.

De positie in Green REIT is gedurende het kwartaal verkocht nadat het aandeel zijn koersdoel had bereikt. Het management van het bedrijf probeerde al een tijd om de korting van het aandeel ten opzichte van de intrinsieke waarde op te heffen. Toen dat niet lukte hebben ze het bedrijf te koop gezet. De koers liep daarop flink op waardoor de korting ten opzichte van de intrinsieke waarde grotendeels verdween. De positie is verkocht, aangezien de aandelenmarkt door de daling in mei elders betere beleggingskansen bood.



Verder zijn er gedurende het kwartaal posities in de aandelen van Johnson Electric en de obligaties van NordDeutsche Landesbank toegevoegd. De posities in Bayer en in de leningen van Deutsche Postbank zijn verhoogd. De positie in Pacific Gas & Electric is verkocht nadat het bedrijf niet meer als duurzaam werd beoordeeld door Sustainalytics. Tot slot is onze kleine positie in Le Saunda verkocht. Dit bedrijf heeft bijna dertien jaar deel uitgemaakt van de portefeuille, maar kon zijn positie in de zeer competitieve markt voor dameschoenen in China niet meer handhaven. Na de aankondiging van de jaarcijfers en een groot extra dividend liep de koers met grote volumes fors op waarvan wij gebruik hebben gemaakt om te verkopen.

Hof Hoorneman Income Fund



Het tweede kwartaal van dit jaar kende een wisselvallig verloop voor het Income Fund. Het positieve begin van het jaar werd aanvankelijk in de maand april doorgezet, maar in mei waren de financiële markten een stuk terughoudender naar aanleiding van onzekerheden omtrent de handelsoorlog tussen de V.S. en China. Dit leidde tot dalingen in de high-yield markten. De schade werd in juni snel ingelopen nadat de centrale banken van de Verenigde Staten en Europa weer monetaire verruiming op de agenda hadden gezet. Per saldo kwam het rendement van het Income Fund in het tweede kwartaal uit op 0,7%.

In de portefeuille hebben het afgelopen kwartaal enkele mutaties plaatsgevonden. Allereerst is de perpetuele HT1 Funding GmbH 6,352% lening opgehoogd. Deze lening verliest haar zogenaamde 'regulatory status' eind 2021. Op de aangekochte niveaus kon daarmee op jaarbasis 6% rendement worden behaald, waarbij de coupon door verzekeraar Allianz is gegarandeerd.

Een tweede ophoging betreft een lening van Floatel International met een coupon van 9%. Dit bedrijf heeft vijf drijvende accommodatieplatformen, die worden ingezet ter ondersteuning van de offshore olie- en gasindustrie. Deze obligatie heeft de vloot als onderpand van de dollarlening, waarmee het neerwaartse risico van deze positie beperkt is. Naar aanleiding van de zachte marktomstandigheden hebben marktleider Prosafe en Floatel besloten om te fuseren en onder de naam Prosafe SE verder te gaan. De combinatie zal kosten kunnen besparen, terwijl het prijszettingsvermogen en de liquiditeit van de onderneming zullen toenemen.

De Aegon CMS perpetuele dollarlening die in de portefeuille zat leverde, na afdekking van de USD, minder op dan dezelfde lening die in euro's genoteerd is. Om die reden is de eerste verkocht en omgeruild voor de eurolening. Wij hebben nog steeds de verwachting dat Aegon deze leningen zal proberen terug te kopen voordat deze hun status als eigen vermogen onder de nieuwe Solvency II wetgeving zullen verliezen.

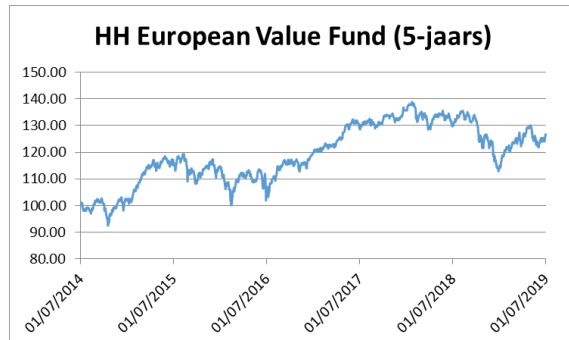
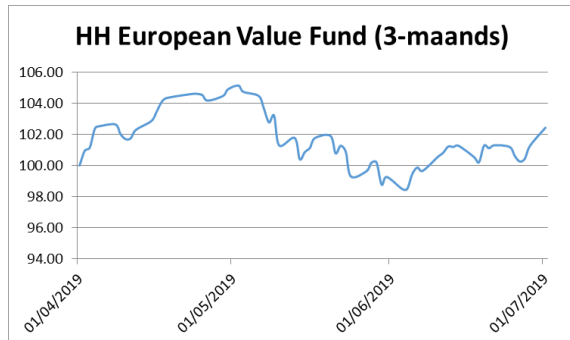
Andere aankopen betroffen een dollarlening van de Norddeutsche Landesbank, met een coupon van 6,25% en een looptijd tot 2024 en de 8,375% dollarlening van DNO met een looptijd tot midden 2024. Deze Noorse olie- en gasoperator heeft recent Faroe Petroleum overgenomen. De nieuwe obligatie is



onder andere gebruikt om een deel van een eerder uitgegeven DNO obligatie af te lossen en om een deel van een eerder uitgegeven Faroe Petroleum obligatie af te lossen.

Tot slot is de positie in The Ardonagh Group Limited van de hand gedaan. Deze aandelen waren niet beursgenoteerd en waren verkregen uit de herstructurering. Er kwam een interessant bod voorbij van de huidige grootaandeelhouders, waarna is besloten deze positie te verkopen.

Hof Hoorneman European Value Fund



Het Hof Hoorneman European Value Fund behaalde in het tweede kwartaal een rendement van 2,4%, waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op 10,2%. De Europese indices lieten een positief rendement zien, waarbij de slechte maand mei werd goedgehaakt door een goed rendement in juni. Dit werd onder andere gesteund door een speech van ECB-president Draghi op 18 juni, waarin hij aangaf mogelijk over te gaan tot meer monetaire stimuleringsmaatregelen. Er zijn redelijke verschillen tussen landen. De Britse markt deed het relatief minder door toegenomen onzekerheid over brexit.

Gedurende het kwartaal hebben een aantal verkopen plaatsgevonden. De positie in BBGI is geheel verkocht. Deze operator van infrastructurele werken heeft gedurende zes jaar onderdeel uitgemaakt van de portefeuille met een totaalrendement van 73%, wat een prima rendement is voor een belegging met een relatief laag risicoprofiel. De reden voor verkoop was dat de onderneming ver boven boekwaarde handelde en daarmee weinig opwaarts potentieel meer had.

Ook de positie in Signify is helemaal verkocht. De onderneming was sinds de beursgang in de portefeuille opgenomen en heeft positief bijgedragen aan het rendement. Hoewel wij zeker nog opwaarts potentieel zien in Signify zagen wij elders betere beleggingsmogelijkheden.

Nieuw in de portefeuille is Vopak. Deze Nederlandse onderneming is actief in de opslag van olieproducten, gas en chemicaliën. De waardering is aantrekkelijk voor een stabiele onderneming met goede marktvooruitzichten en het dividendrendement van 3% is degelijk. Vopak is een kwalitatief hoogwaardige onderneming met een sterk trackrecord, een langetermijnvisie en een goede verhouding tussen risico en potentieel rendement.

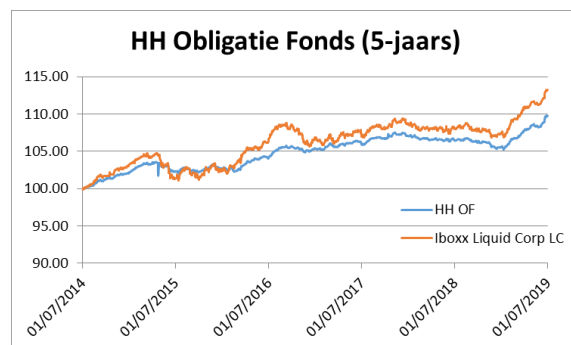
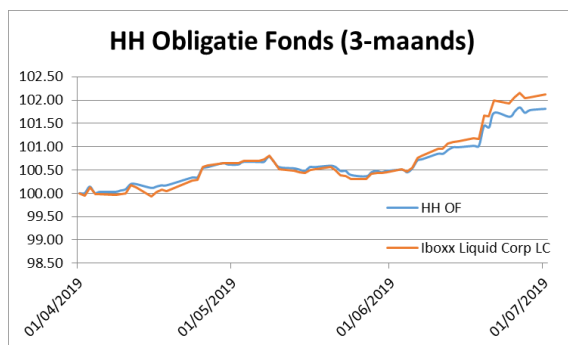
De posities in CPL resources (Iers uitzendbureau) en C&C Group (Ierse brouwer) zijn beide verkleind na de publicatie van zeer goede cijfers. De opgelopen koersen zorgden ervoor dat de gewingen van deze twee Ierse ondernemingen in de portefeuille te groot werden.

De posities in Vodafone en easyJet zijn gedurende het kwartaal vergroot. Beide ondernemingen hebben hun gevoelige punten, maar ook als we deze in acht nemen zijn de waarderingen volgens onze analyse te laag. Dit biedt kansen voor het European Value Fund, waarin het potentieel voor de lange termijn centraal staat. Daarom zijn wij alert als de markt lijkt door te slaan in haar oordeel over de vooruitzichten van een onderneming op de langere termijn.



Vodafone heeft recent het dividend verlaagd. Geen noodzaak, maar een teken van verantwoord en goed beleid van de nieuwe CEO. Naar ons oordeel is dit een rationele zet, gegeven de investeringen die nodig zijn voor 5G en de aanstaande overname van de Centraal-Europese kabelactiviteiten van Liberty Global, die momenteel ter goedkeuring bij de Europese Commissie ligt. De onderneming creëert met de dividendverlaging meer flexibiliteit. Daarnaast was de recente Duitse spectrumveiling, net als de Italiaanse, kostbaar voor de deelnemende telecombedrijven. De positie is uitgebreid na de jaarcijfers omdat het dividend, ook na de dividendverlaging, nog aantrekkelijk is en het nieuwe management een rationele strategie heeft ingezet. De waardering is momenteel laag en de gedeeltelijke verkoop van zendmasten zal die waarde beter inzichtelijk maken.

Hof Hoorneman Obligatie Fonds



Het Hof Hoorneman Obligatie Fonds heeft het tweede kwartaal met een rendement van 1,8% afgesloten. Onderliggend is de rentegevoeligheid van 4,6 nog steeds laag.

Het Hof Hoorneman Obligatie Fonds heeft ook in het tweede kwartaal de stijgende lijn voort kunnen zetten. De rentebewegingen hebben wederom een belangrijke bijdrage aan het rendement geleverd. In april steeg de rente van de Nederlandse 10-jaars staatslening, maar vanaf mei werd de daling ingezet. In juni werd de vergoeding op bovenstaande staatslening zelfs negatief. Hierdoor moet er worden betaald om uit te lenen aan de Nederlandse staat, een unieke situatie.

Dit heeft tot gevolg gehad dat het effectief rendement van met name kortlopende (bedrijfs)obligaties de afgelopen maanden ook negatief is geworden. In de portefeuille zijn we daarom obligaties gaan omruilen van hetzelfde bedrijf waarbij de nieuwe obligaties een langere looptijd kennen. De obligatie van bijvoorbeeld Aroundtown met looptijd 2022 had een relatief laag effectief rendement ten opzichte van de obligatie met looptijd 2026. Door het omwisselen van deze obligaties is het effectief rendement relatief sterk toegenomen ten opzichte van het renterisico. Daarnaast is de kredietrating van het vastgoedbedrijf in de afgelopen jaren verbeterd en ligt de zogenaamde 'Loan-to-Value' ratio op een conservatief niveau. Ook de obligatie van Adecco is mede om bovenstaande reden omgeruild.

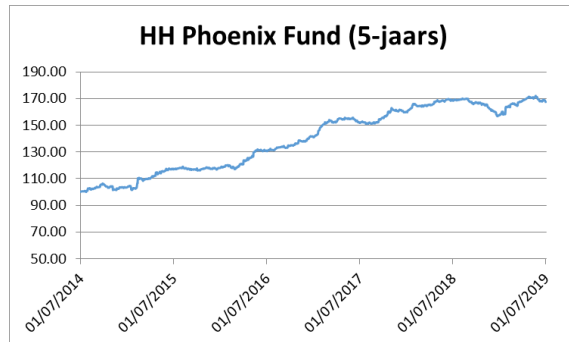
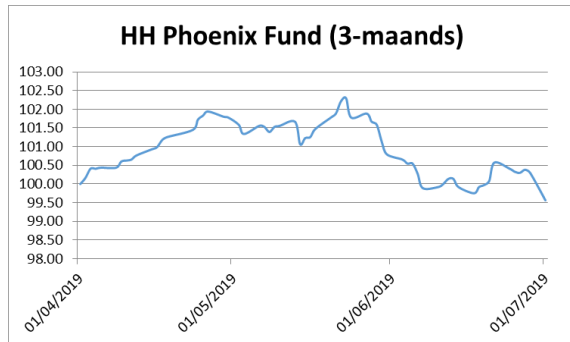
De verlenging van de gemiddelde looptijd is ook traditioneel uitgevoerd door een aantal obligaties met een laag effectief rendement te verkopen en te vervangen door obligaties met een langere looptijd en een aantrekkelijk bedrijfsprofiel. Dat hebben we het afgelopen kwartaal met name gedaan door in te schrijven op nieuwe obligaties. Hiermee kunnen we ook profiteren van het feit dat nieuwe emissies vaak met een kleine korting worden uitgegeven. In het tweede kwartaal zijn onder andere nieuwe obligaties gekocht van Bayer Capital, Vodafone en Illinois Tool Works.

Door de inschrijving op nieuwe obligaties met een relatief lange looptijd ten opzichte van de bestaande portefeuille en de omwisseling van een aantal obligaties om het effectief rendement te verhogen, is het renterisico van het Obligatie Fonds toegenomen tot circa 4,6. Dat is nog steeds lager dan het renterisico van de index en daardoor blijven de koersbewegingen van het fonds nets zoals in voorgaande jaren beperkt. Ondanks de verlenging van de looptijd van het fonds is het effectief



rendement gedaald door de forse daling van de rente. Het effectief rendement van de portefeuille ligt nu op circa 0,7%.

Hof Hoorneman Phoenix Fund



In het tweede kwartaal behaalde het Hof Hoorneman Phoenix Fund een resultaat van -0,4%, waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op 5,9%.

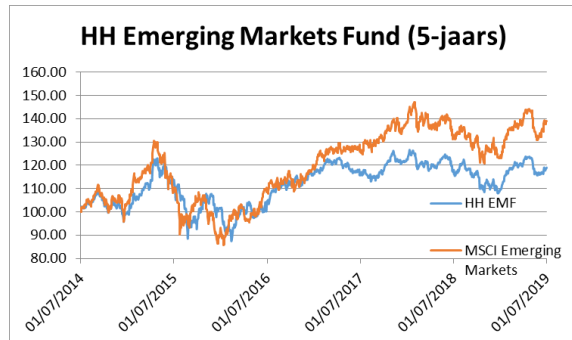
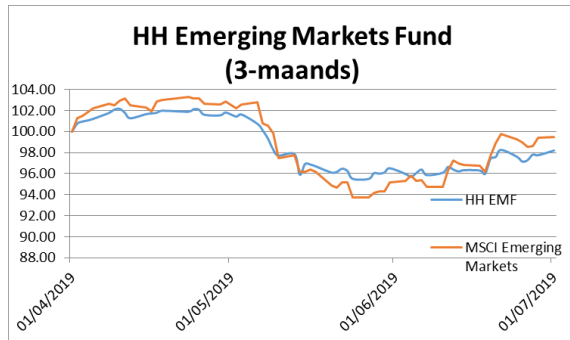
Gedurende het kwartaal hebben wij de positie van Raffinerie Heide verder opgehoogd. De obligatie is in het tweede kwartaal van 2019 verder in koers gedaald, terwijl de onderliggende resultaten van het bedrijf redelijk waren. Met name de vooruitzichten zijn in onze ogen verbeterd, aangezien de zogenaamde 'crack spreads' waarschijnlijk hoger komen te liggen door de invoering van IMO 2020 regelgeving. Vanwege deze nieuwe regelgeving mogen maritieme brandstoffen vanaf januari 2020 maximaal een zwavelgehalte hebben van 0,5%. Momenteel ligt dit maximum nog op 3,5%. Daardoor zal er meer vraag komen naar brandstof met een laag zwavelgehalte. Raffinaderijen zijn in staat het zwavelgehalte in brandstof te verlagen en zullen dus meer volume gaan draaien. De Heide raffinaderij is van zeer hoge kwaliteit en dekt naar onze mening de lening met een 6,375% coupon die in 2022 afgelost moet worden.

Er is een nieuwe positie ingenomen met het aankopen van de Capital Raising 7,5% lening. Deze lening is uitgegeven door een Special Purpose Vehicle (SPV) van IKB Industriebank. IKB is een Duitse bank die met name leningen vertrekt aan het Duitse MKB. De bank heeft grote problemen gekend in de kredietcrisis en is toen overgenomen door het Amerikaanse private-equity bedrijf Lone Star. Inmiddels zijn we meer dan 10 jaar verder en heeft IKB zijn balans weer op orde weten te krijgen. Als Lone Star dividend uit de bank wil onttrekken dan zal het eerst onze obligatie moeten opwaarderen naar par en vervolgens weer coupons moeten gaan betalen over de lening. Hierdoor denken wij dat de Capital Raising obligatie binnen een redelijke termijn volledig terugbetaald zal worden door IKB.

We hebben onze positie in de preferente aandelen van Fannie Mae afgebouwd. De waarde van deze positie is het afgelopen jaar verdubbeld en daarom is de verhouding tussen potentieel rendement en risico minder aantrekkelijk geworden. Het wordt steeds duidelijker dat de Amerikaanse overheid Fannie Mae en Freddie Mae wil gaan privatiseren, maar het is zeker nog geen gelopen race. Deze privatisering zou onder andere uitgevoerd kunnen worden door een herkapitalisatie van de twee GSE's (Government-Sponsored Enterprises). Momenteel keert de US Treasury nog nagenoeg alle winsten naar zichzelf uit. Hierdoor vloeit er niets naar de oorspronkelijke aandeelhouders en preferente aandeelhouders. Bij een herkapitalisatie zullen Fannie en Freddie weer op eigen benen moeten kunnen staan zonder het risico dat er geld van de Amerikaanse belastingbetaler nodig is om het financiële systeem te redden. Wanneer een herkapitalisatie succesvol wordt uitgevoerd, zouden de preferente aandelen worden opgewaardeerd naar par en een flinke buffer voor zich krijgen. De preferente aandelen hebben we in maart 2018 aangekocht op een koers van US\$ 6,78, wat een forse korting op de par van USD\$ 25 betekent.



Hof Hoorneman Emerging Markets Fund



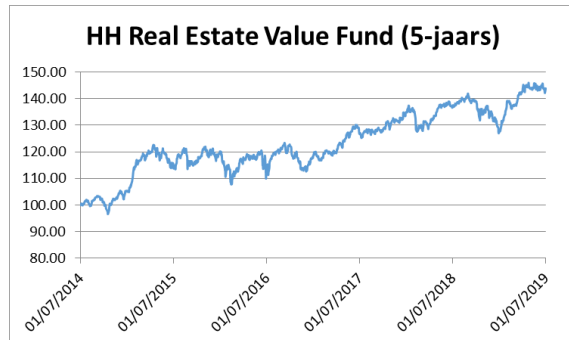
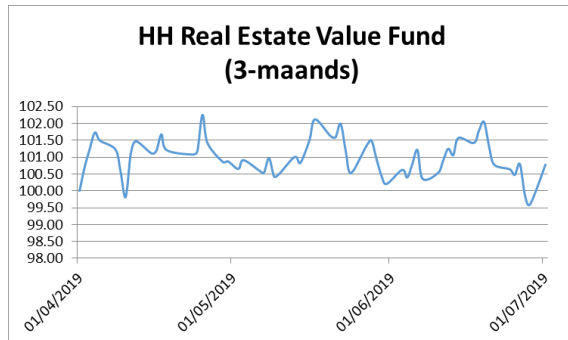
Het tweede kwartaal behaalden opkomende markten in het algemeen een licht negatief rendement. Dit kwam met name door een slechte maand mei waarin de handelsspanningen tussen de V.S. en China wat opliepen. Onder andere de Chinese aandelenmarkt reageerde hier negatief op. Er waren echter ook enkele aandelenmarkten die er positief bovenuit staken, waaronder die van Rusland, Thailand en Brazilië. Russische aandelen zetten hun goede performance van het eerste kwartaal voort. Hoewel de economische cijfers van het eerste kwartaal wat onder verwachting lagen, lijkt de angst voor verdere sancties tegen Rusland vanuit de EU en de V.S. te zijn afgenomen. De Thaise beurs profiteerde van kapitaalinstroom als gevolg van de nieuwe overheidscoalitie, waarvan verwacht wordt dat die voor meer stabiliteit in het land gaat zorgen. Hoewel de cijfers over de Braziliaanse economie in het eerste kwartaal een kleine krimp lieten zien, werden de ontwikkelingen met betrekking tot de Braziliaanse pensioenhervormingen goed ontvangen op de beurs. Het Hof Hoorneman Emerging Markets Fund behaalde in het tweede kwartaal een negatief rendement van -1,8%. Year to date komt het rendement uit op 8,6%.

Er zijn gedurende het tweede kwartaal een aantal transacties gedaan. In april is de gehele positie in Giordano verkocht. Giordano verkoopt kleding in Zuidoost-Azië, China en het Midden-Oosten en keert jaarlijks nagenoeg alle winst uit in de vorm van dividend. Het bedrijf richt zich op de verkoop van value-for-money kleding en leunt daarmee niet op een sterk merk. Dat maakt het onzeker of Giordano de komende jaren haar omzet en winst naar tevredenheid kan laten groeien. Dat heeft ons doen besluiten deze aandelen te verkopen.

In mei zijn de posities in Baring Emerging Europe, dat voornamelijk Russische beleggingen bezit, en Cosan Limited, dat actief is in Brazilië, geheel verkocht. Beide investeringsfondsen handelden ten tijde van aankoop op een aanzienlijke korting van de nettovermogenswaarde. Door opgelopen koersen zijn de kortingen behoorlijk verminderd en hebben we de posities geheel verkocht. De opbrengsten zijn geherinvesteerd in een aantal andere ondernemingen, waaronder Johnson Electric en Brilliance China Automotive. Beide ondernemingen waren verkrijgbaar tegen een zeer aantrekkelijke waardering. Tevens is Xingda International bijgekocht, nadat de koers gedaald was en onze investment case onveranderd is.



Hof Hoorneman Real Estate Value Fund



De vastgoedmarkten lieten in het tweede kwartaal van 2019 een terugval zien. De winst uit de eerste maanden van het jaar werd daardoor gedeeltelijk tenietgedaan. Het Hof Hoorneman Real Estate Value Fund kende in het tweede kwartaal een rendement van 0,8% waardoor het rendement over de eerste zes maanden van 2019 uitkomt op 12,3%.

De Europese vastgoedmarkt liet in het tweede kwartaal een divers beeld zien. In het algemeen presteerde vastgoed goed maar specifieke sectoren, zoals Brits retailvastgoed, lagen onder druk. Door de grote penetratie van internetverkopen in het Verenigd Koninkrijk ontstaat druk op Britse winkelformules, wat ook zijn weerslag heeft op eigenaren van retailvastgoed. Tegelijkertijd zorgt de voortdurende onduidelijkheid met betrekking tot brexit ervoor dat buitenlandse, veelal Europese, winkelformules die normaliter zouden inspelen op de vrijgekomen capaciteit, terughoudender zijn. Tot slot heeft brexit ook een negatieve invloed op consumentenbestedingen. Dit alles heeft tot gevolg gehad dat retailvastgoed in het Verenigd Koninkrijk een aantal zeer lastige maanden achter de rug heeft. Dit raakt het fonds met name via Unibail-Rodamco-Westfield dat door de Westfield overname een niet te verwaarlozen positie heeft in het Verenigd Koninkrijk van 4,5% à 5%. De enige andere beleggingen in de portefeuille in het Verenigd Koninkrijk met activiteiten in de retailmarkt zijn een tweetal Tesco Property Finance obligaties. Deze obligaties hadden een positieve koersontwikkeling, omdat Tesco na jaren van winstdruk en reorganisaties de zaken weer goed genoeg op orde had om de 'Investment Grade'-rating terug te krijgen.

Hevige protesten in Duitsland over huurstijgingen in de residentiële huurmarkt hielden de Duitse markten bezig. Berlijn heeft uiteindelijk de huren in de stad voor een periode van vijf jaar bevroren. De portefeuille van het fonds heeft via een aantal verschillende beleggingen posities in de Duitse residentiële markt. De protesten focusten zich met name op Berlijn, waar onze positie relatief klein is. Daarmee zijn de gevolgen voor de portefeuille beperkt.

Bij Green REIT heeft een belangrijke ontwikkeling plaatsgevonden. De gunstige omstandigheden op de Ierse vastgoedmarkt in combinatie met de korting op de waarde van de vastgoedportefeuille, hebben de groep aanleiding gegeven om de gehele onderneming te koop te zetten. De koers van de onderneming reageerde positief op de aankondiging, waarmee de korting ten opzichte van de intrinsieke waarde grotendeels verdwenen was. Vooralsnog hebben we de positie aangehouden.

Binnen de portefeuille hebben een aantal kleinere transacties plaatsgevonden. De positie in Unibail-Rodamco-Westfield, die ons inziens excessief is afgestraft voor een lastige retailvastgoedmarkt is verder opgehoogd. Wij geloven nog steeds in de bijzondere marktpositie en de hoge kwaliteit die de winkelcentra van Unibail-Rodamco-Westfield hebben en de groei van de huren en de omzetgroei van de huurders van Unibail-Rodamco-Westfield zijn nog altijd zeer sterk in vergelijking met de concurrentie.

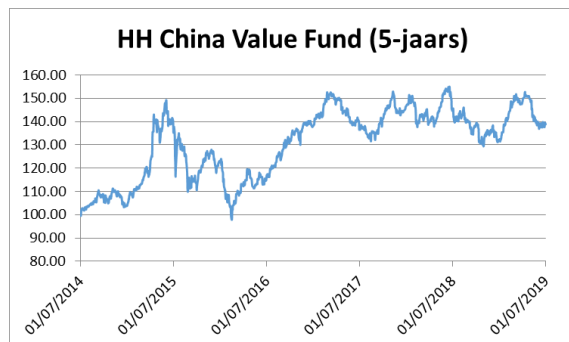
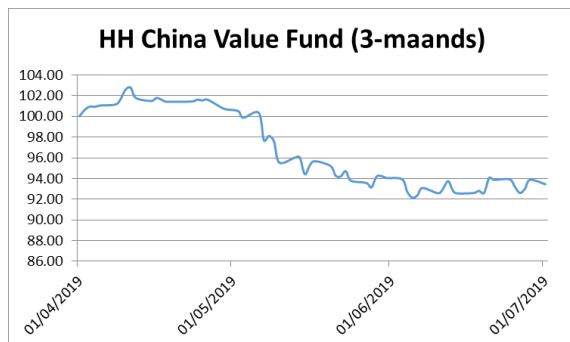


Ook is de positie in Yew Grove verder opgehoogd. De onderneming heeft nieuw kapitaal opgehaald voor enkele aantrekkelijke investeringen. Het bedrijf blijft de juiste strategische stappen zetten om een inkomen genererende vastgoedonderneming te blijven.

Om bovenstaande aankopen te financieren is de positie in Hembra teruggebracht. Deze aandelen zijn sinds aankoop, gedragen door een sterke ontwikkeling van de Zweedse markt als geheel, aanzienlijk opgelopen. Bij de opgelopen waardering en weging was een gedeeltelijke verkoop gepast.

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, kantoren, residentieel en overig vastgoed) in stand worden gehouden. De verschillen in waardering tussen de diverse sectoren zorgen ervoor dat de langetermijnperspectieven per sector behoorlijk kunnen verschillen. Doordat het fonds hierop inspeelt kan het in toenemende mate afwijken van de vastgoedmarkt als geheel. Met onze value- gedreven strategie verwachten we dat het fonds in staat zal blijven een stabiel inkomen te genereren terwijl de portefeuille relatief robuust is tegen economische schokken en geopolitieke onzekerheden.

Hof Hoorneman China Value Fund



Het afgelopen kwartaal behaalde het China Value Fund een negatief rendement van -6,6%. Year to date komt het rendement uit op 4,8%. Daar waar de V.S. en China op weg leken naar een handelsakkoord, lijkt dit nu weer wat verder weg te zijn met dreigementen over nieuwe tarieven en een ban op Huawei. Niet alleen Chinese ondernemingen die veel exporteren naar de Verenigde Staten werden geraakt; aandelenkoersen in China en Hongkong daalden over de brede linie. Ondertussen laten de bedrijven in onze portefeuille een gezonde ontwikkeling zien en blijven ze conform verwachting presteren. Ook de ondernemingen in de portefeuille van het China Value Fund waarvan het boekjaar eindigt per maart 2019 wisten over het algemeen hun dividend op peil te houden of te verhogen. Dit vinden wij een belangrijke indicator voor de financiële gezondheid van een onderneming en het vertrouwen van het management in de toekomst.

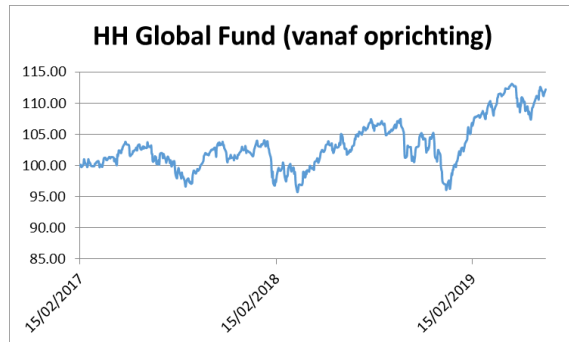
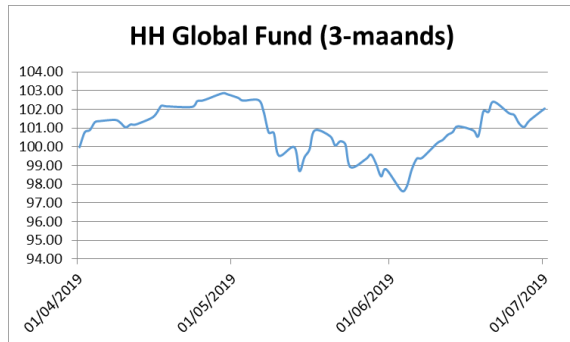
Wij hebben gebruik gemaakt van de lagere koersen om sommige posities verder uit te breiden. Zo hebben we een tweetal Chinese ondernemingen met fabrieken buiten China, Texhong en Johnson Electric, bijgekocht. Deze bedrijven hebben de flexibiliteit om de Amerikaanse markt vanuit hun fabrieken buiten China te bedienen. Dit beperkt de negatieve invloed van het handelsconflict op deze bedrijven. Ondanks deze flexibiliteit zijn ook de aandelenkoersen van deze ondernemingen fors gedaald.

Onze posities in Giordano en Le Saunda hebben we verkocht. Giordano is een retailer van kleding die naar onze mening onvoldoende in staat is zich te differentiëren. Hierdoor zal dit bedrijf het door de toename van online verkopen in China steeds lastiger krijgen. Le Saunda kondigde een hoog eenmalig dividend aan waar de koers positief op reageerde. Door de slechte ontwikkelingen in de operationele activiteiten hebben we dit beperkte koersherstel gebruikt om de positie te verkopen.



De lage waarderingen in combinatie met gezonde ontwikkelingen bij de ondernemingen in onze portefeuille bieden een solide basis voor de komende periode.

Hof Hoorneman Global Fund



Het Hof Hoorneman Global Fund behaalde in het tweede kwartaal een rendement van 2,1%, waardoor het rendement over het eerste halfjaar uitkomt op 15,0%. Hiermee wist het Global Fund de winst uit het eerste kwartaal goed vast te houden.

Het Global Fund belegt voornamelijk in stabiele ondernemingen met een sterke balans. Dit type onderneming presteert goed in het huidige beursklimaat. Beleggers zoeken meer zekerheid en drijven daarmee onder andere de waardering van producenten van consumentengoederen op. Gezien hun defensieve karakteristieken en aantrekkelijke dividendrendementen zijn deze ondernemingen goed vertegenwoordigd in de portefeuille van het Global Fund. Banken hebben het daarentegen lastig in dit lage renteklimaat. Het Global Fund heeft een beperkte weging in deze sector.

Gedurende het kwartaal hebben een aantal verkopen plaatsgevonden. Assa Abloy, wereldmarktleider in beveiligingstechniek, rapporteerde degelijke cijfers over 2018, waarbij nog weinig te merken was van economische vertraging. Na een positieve koersreactie werd het koersdoel bereikt en is dit belang verkocht. Dataleverancier Thomson Reuters rapporteerde boven verwachting en bracht beleggers meer duidelijkheid omtrent de strategische initiatieven. De koers heeft daarmee dit jaar een zeer sterke performance laten zien. Hiervan is gebruik gemaakt door deze positie geheel te verkopen.

Ook Accenture heeft dit jaar een sterke koersstijging laten zien. Accenture profiteert sterk van de groeiende vraag naar dienstverlening op het gebied van kunstmatige intelligentie, cloud en digitale beveiliging. De dienstverlening is niet afhankelijk van één specifieke technologie; Accenture werkt namelijk samen met verschillende technologieplatforms, waaronder Salesforce.com, SAP, Microsoft en Oracle. Van de koersstijging is gebruik gemaakt om de positie gedeeltelijk te verkopen.

De vrijgekomen gelden zijn herbelegd in CK Hutchison en DuPont de Nemours. CK Hutchison is een conglomeraat uit Hongkong met belangen in verschillende sectoren, waaronder infrastructuur, telecom en retail. Zij zijn gedeeltelijk eigenaar van A.S. Watson, onder andere bekend van Kruidvat. De onderneming noteert op een korting ten opzichte van de nettovermogenswaarde en heeft een aantrekkelijk dividendrendement.

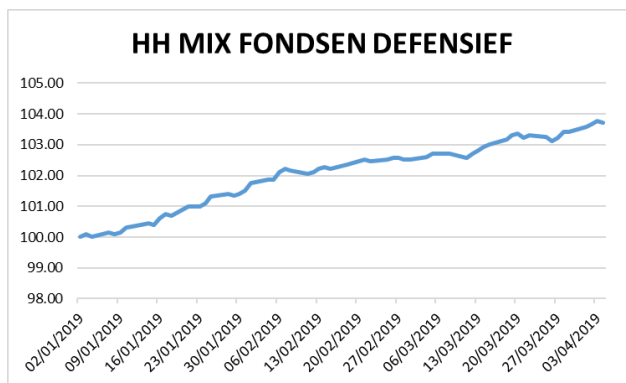
DuPont de Nemours is een onderneming die voortkomt uit de fusie tussen Dow en DuPont. Dit jaar zijn agrichemiedrijf Corteva en basischemicaliënbedrijf Dow afgesplitst, waardoor het bedrijf alleen nog maar 'specialty chemicals' produceert. Dit onderscheidt zich van basischemicaliën door hoge marges en minder kapitaalintensiteit en daardoor een hoog rendement op geïnvesteerd vermogen. DuPont produceert onder andere voedingsingrediënten en Tyvek, dat toepassingen heeft in de constructie- en medische wereld. Het management heeft een goed trackrecord en is gericht op het



creëren van aandeelhouderswaarde, waardoor dit belang een mooie toevoeging is aan de portefeuille van het Global Fund.

Vodafone heeft bij de publicatie van de jaarcijfers het dividend verlaagd. Hoewel de verlaging niet direct noodzakelijk was, was de beurs hier al op vooruitgelopen en heeft het management dit aangegrepen om meer ademruimte te creëren. In onze optiek is dit een rationele zet, gegeven de investeringen die nodig zijn voor 5G en voor de aanstaande overname van de Centraal-Europese kabelactiviteiten van Liberty Global, die momenteel ter goedkeuring bij de Europese Commissie ligt. De onderneming creëert hiermee meer flexibiliteit. Daarnaast was de recente Duitse, net als de Italiaanse, spectrumveiling een kostbare veiling voor de deelnemende telecombedrijven. Wij hebben de positie na de jaarcijfers uitgebreid, omdat het dividendrendement ook na de dividendverlaging nog aantrekkelijk is en het nieuwe management een rationele strategie heeft ingezet. De waardering is momenteel laag en de gedeeltelijke verkoop van zendmasten zal die waarde beter inzichtelijk maken.

Hof Hoorneman Mix Fondsen Defensief



Hof Hoorneman Mix Fondsen Defensief heeft in het tweede kwartaal van 2019 een rendement behaald van 1,4%. 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.

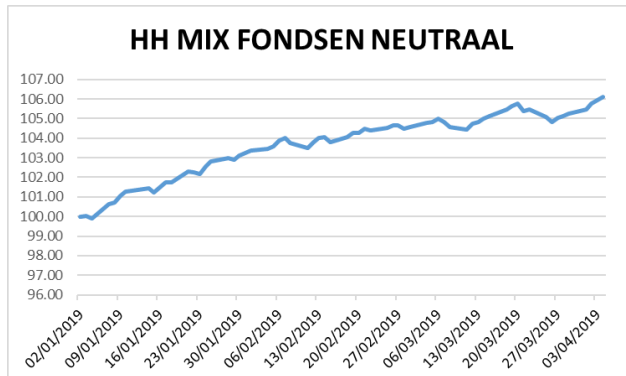
De verdeling per ultimo kwartaal was als volgt:

Beleggingsfonds	Weging per ultimo kwartaal
Hof Hoorneman Obligatie Fonds	54,4%
iShares Euro Corporate Bond Large Cap ETF	23,8%
Hof Hoorneman Value Fund	4,8%
Hof Hoorneman Global Fund	4,7%
Hof Hoorneman Income Fund	4,5%
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	0,6%
Liquide middelen	0,3%

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. Gedurende het kwartaal is de weging van het European Value Fund verlaagd ten gunste van het Income Fund. Het Income Fund belegt in high yield-obligaties, waar we momenteel aantrekkelijke kansen zien. Voor meer toelichting op de rendementen verwijzen wij u naar de toelichtingen op de fondsen elders in deze nieuwsbrief.



Hof Hoorneman Mix Fondsen Neutraal



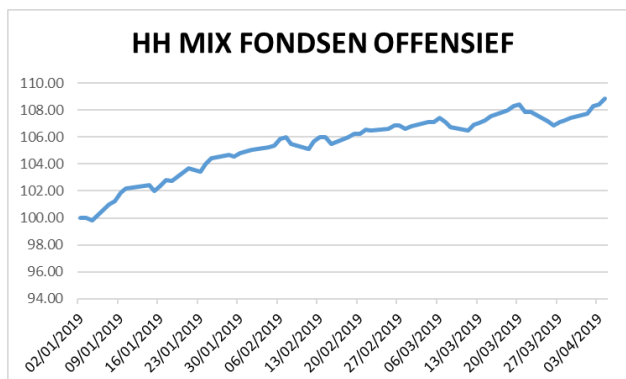
Hof Hoorneman Mix Fondsen Neutraal heeft in het tweede kwartaal van 2019 een rendement behaald van 0,6%. Het Mix Fonds belegt voornamelijk via de door Hof Hoorneman beheerde beleggingsfondsen in aandelen en obligaties van bedrijven die na zorgvuldige analyse zijn geselecteerd. Het rendement is een afspiegeling van de rendementen van de fondsen waarin het fonds belegt is.

De verdeling per ultimo kwartaal was als volgt:

Beleggingsfondsen	Weging per ultimo kwartaal
Hof Hoorneman Obligatie Fonds	44,7%
Hof Hoorneman Value Fund	10,6%
Hof Hoorneman European Value Fund	8,6%
Hof Hoorneman Global Fund	8,3%
Hof Hoorneman Real Estate Value Fund	8,1%
Hof Hoorneman Income Fund	5,5%
Hof Hoorneman Phoenix Fund	4,9%
Hof Hoorneman China Value Fund	3,5%
Hof Hoorneman Emerging Markets Fund	1,9%
Liquide middelen	3,9%

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. Gedurende het kwartaal is de weging van het European Value Fund verlaagd ten gunste van het Income Fund. Het Income Fund belegt in high yield-obligaties, waar we momenteel aantrekkelijke kansen zien. 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 tweede kwartaal van 2019 een rendement behaald van -0,1%. 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 Value Fund	16,6%
Hof Hoorneman European Value Fund	13,8%
Hof Hoorneman Global Fund	12,8%
Hof Hoorneman Obligatie Fonds	11,5%
Hof Hoorneman Real Estate Value Fund	11,4%
Hof Hoorneman Income Fund	8,4%
Hof Hoorneman China Value Fund	7,5%
Hof Hoorneman Phoenix Fund	7,3%
Hof Hoorneman Emerging Markets Fund	4,0%
Liquide middelen	6,7%

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. Gedurende het kwartaal is de weging van het European Value Fund verlaagd ten gunste van het Income Fund. Het Income Fund belegt in high yield-obligaties, waar we momenteel aantrekkelijke kansen zien. Voor meer toelichting op de rendementen verwijzen wij u naar de toelichtingen op de fondsen elders in deze nieuwsbrief.