



## Nieuwsbrief Hof Hoorneman Beleggingsfondsen

<b>Peildatum 1 oktober 2018</b>	<b>Rendement 3<sup>e</sup> kw. 2018</b>	<b>Rendement 12-maands</b>	<b>Rendement 3-jaars*</b>	<b>Rendement 5-jaars*</b>
<b>HH Value Fund</b>	-0,7%	1,2%	6,3%	8,5%
<b>HH Income Fund</b>	0,1%	2,1%	7,0%	9,3%
<b>HH European Value Fund</b>	1,8%	-0,7%	6,3%	8,2%
<b>HH Obligatie Fonds</b>	-0,2%	-0,4%	1,3%	2,3%
<b>HH Phoenix Fund</b>	-1,0%	7,5%	12,5%	18,3%
<b>HH Emerging Markets Fund</b>	-1,6%	-0,9%	6,8%	3,8%
<b>HH Real Estate Value Fund</b>	1,3%	7,9%	6,0%	9,8%
<b>HH China Value Fund**</b>	-4,7%	-1,9%	7,5%	-
<b>HH Global Fund***</b>	3,9%	6,9%	-	-

De genoemde rendementen zijn gebaseerd op intrinsieke waarde conform berekening per 1 oktober 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

De financiële markten lieten in het derde kwartaal een opvallend beeld zien. Waar de beurzen in de eerste kwartalen nog vergelijkbare ontwikkelingen toonden was het contrast tussen de verschillende markten in het derde kwartaal aanzienlijk.

Een opvallende ontwikkeling was een aanzienlijk verschil tussen de Amerikaanse aandelenmarkten en aandelenmarkten in de rest van de wereld. De rendementen in de Verenigde Staten zijn voor een groot deel te verklaren door een sterke koersontwikkeling van de technologische sector. Het zijn hierbij voornamelijk de innovatieve FANG's (een verzamelnaam voor Facebook, Amazon, Netflix en Google) en vergelijkbare ondernemingen die een zeer sterk rendement lieten zien.

Het verschil tussen de waarderingen van de Amerikaanse aandelenmarkt en aandelenmarkten in de rest van de wereld wordt steeds groter. De koers-winstverhouding in de Verenigde Staten is ongeveer 20% hoger dan in andere ontwikkelde markten. Wanneer de koers-winstverhouding in de V.S. wordt aangepast voor de economische cyclus is deze zelfs ruim 60% hoger. Dit geeft aan dat de marges van Amerikaanse bedrijven momenteel erg hoog zijn. Als we kijken naar de marktwaarde ten opzichte van de omzet zijn de



verschillen nog groter. Voor Amerikaanse bedrijven wordt gemiddeld 2,3 keer de omzet betaald terwijl dit voor Europese aandelen gemiddeld 1,1 keer de omzet is.

Er zijn een aantal mogelijke verklaringen voor dit fenomeen. Een valide verklaring zou zijn dat Amerikaanse bedrijven structureel hogere winstmarges behalen dan bedrijven in andere delen van de wereld. Oorzaken hiervoor zijn een meer dynamische arbeidsmarkt en een groter belang van de technologiesector, een sector met hogere marges, in de Amerikaanse economie. Het is echter de vraag of de huidige hoge marges van Amerikaanse bedrijven houdbaar zijn. Een andere verklaring is dat beleggers mogelijk een substantieel hogere groei verwachten ten opzichte van Europa. De fundamentele verschillen in groei zijn echter beperkt wanneer wordt gecorrigeerd voor inflatie. De meest logische verklaring is dan ook niet een fundamenteel verschil tussen de Europese en de Amerikaanse economie maar simpelweg een aanzienlijk verschil in waarderingen op de aandelenmarkten. Door de stijgende rentestanden in de V.S. heeft een enorme kapitaalstroom naar de V.S. plaatsgevonden. Ook zijn Amerikaanse bedrijven in toenemende mate bezig met het inkopen van eigen aandelen. Hierdoor is het feitelijk belegbare universum aan het krimpen terwijl er meer vraag is. Wij zien dit dan ook als de meest plausibele verklaring voor de zeer sterke prestaties van de Amerikaanse beurs. Als Value beleggers vinden wij Amerika over het algemeen veel te duur. Wij hebben dus slechts een beperkte positie in de V.S.

De voornaamste slachtoffers van de kapitaalstroom naar de V.S. zijn opkomende markten. Markten die zowel een begrotingstekort als een tekort op de lopende rekening hebben worden het hardst geraakt. De duidelijkste voorbeelden hiervan zijn Argentinië en Turkije. Het feit dat wij geen positie hebben in deze markten is een bewuste keuze geweest.

Ook onze beleggingen in Hongkong hebben het lastig in een slecht presterende markt. Aangezien Amerikaanse beleggers het leeuwendeel van de investeringen in opkomende markten voor hun rekening nemen zorgt een vlucht van Amerikaans kapitaal voor grote bewegingen op de betreffende financiële markten. De onderliggende ontwikkelingen op het gebied van omzetgroei, winstgevendheid en dividendgroei van de in Hongkong genoteerde bedrijven waar Hof Hoorneman in belegt zijn echter degelijk en geven vertrouwen in de door ons geselecteerde bedrijven.

Langzamerhand wordt de exceptionele monetaire verruiming van de afgelopen tien jaar teruggedraaid. De verwachting voor een eerste renteverhoging door de ECB ligt nu rond september 2019 terwijl de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) in september 2018 zijn achtste verhoging doorvoerde. Het beeld dat Europa twee tot drie jaar achterloopt op de Verenigde Staten in de normalisatie van het monetaire beleid blijft daarmee in stand. De renteverhogingen in de V.S. begonnen namelijk al aan het einde van 2015. Wel beginnen de Europese markten al een voorschot te nemen op deze eerste renteverhoging, wat tot een lichte rentestijging heeft geleid voor de langere looptijden. Het opkoopprogramma van de ECB wordt na december niet verder uitgebreid Alleen aflopende obligaties zullen worden herbelegd. Met deze maatregelen volgt de ECB de tijdlijn van de Federal Reserve met een kleinere vertraging dan bij het traject van renteverhogingen. Het normaliseren van het monetaire beleid is een van de belangrijkste ontwikkelingen in de komende kwartalen. Tegelijkertijd is er nu meer duidelijkheid omtrent het te volgen traject van monetaire normalisatie.



In de vastrentende markt waren in het derde kwartaal twee tegenstrijdige bewegingen voor hoogrenderende Europese obligaties zichtbaar. De stijgende rente voor langer lopende leningen in het derde kwartaal werd min of meer tenietgedaan door een krimpende premie voor hoogrenderende obligaties. Per saldo hebben veiligere obligaties het daardoor in het kwartaal gemiddeld lastiger gehad dan hoogrenderende obligaties, maar is voor beide categorieën de beweging min of meer zijwaarts geweest.

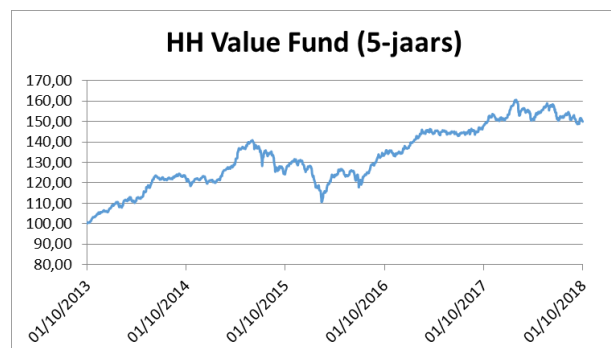
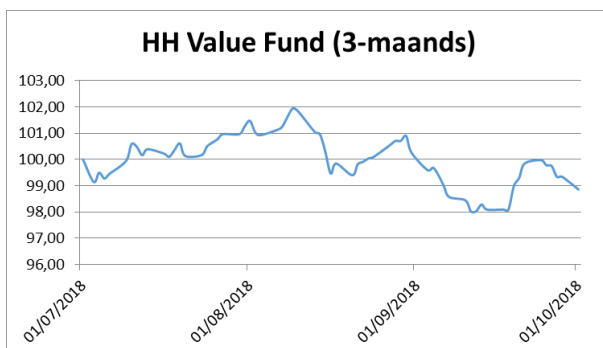
## Vooruitzichten

In de komende kwartalen verwachten wij een volatielere aandelenmarkt. De verwachtingen van renteverhogingen in met name Europa, maar ook in de V.S., blijven voorlopig boven de markten hangen. Tevens zorgen de begrotingsplannen van de Italiaanse regering voor onrust op de Europese markten. Deze begrotingsplannen lijken geen rekening te houden met de Europese begrotingsregels en zorgen voor een oplopende Italiaanse rente en een neerwaartse druk op de Duitse rente. Hoewel wij een beperkte positie in Italië hebben blijven wij met het oog op het besmettingsgevaar deze ontwikkelingen op de voet volgen.

Zoals beschreven is volgens ons een problematisch gat ontstaan tussen de waarderingen in de Verenigde Staten en de rest van de wereld. Aangezien Hof Hoorneman een consistent Value-beleggingsbeleid voert is het niet onze taak om achter deze reeds gerealiseerde rendementen aan te lopen, maar zullen wij juist actief zoeken naar markten en bedrijven waar de waarderingen ons een veiligheidsmarge geven.

In de rest van de ontwikkelde markten zijn waarderingen op een gemiddeld niveau. Hierdoor zal een belangrijk gedeelte van het rendement moeten worden gerealiseerd uit aandelselectie. Voor de aandelenmarkten als geheel zijn er weliswaar niet veel frictiepunten, maar is er ook weinig aanleiding om buitengewone rendementen te verwachten. Met een normaal aandelenrendement voor de markt als geheel en onze toegevoegde waarde met een gedisciplineerde Value-stijl moet het mogelijk zijn om aantrekkelijke rendementen voor onze klanten te genereren.

## Hof Hoorneman Value Fund



Het Hof Hoorneman Value Fund heeft in het derde kwartaal van 2018 een rendement behaald van -0,7%, waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2018 -2,2% bedraagt.



De resultaten lagen het afgelopen kwartaal onder druk door een negatief sentiment in met name de small- en midcap aandelen in Hongkong. Ondanks de in onze ogen zeer aantrekkelijke waardering zorgt de verkoopdruk van grote investeerders voor lagere koersen. Wij houden vast aan onze posities in Hongkong vanwege de zeer aantrekkelijke waarderingen en hoge dividendrendementen. De fundamentele ontwikkeling van de bedrijven is goed. Enkele posities die een relatief goede koersontwikkeling kenden zijn afgebouwd. Deze gelden zijn herbelegd in bestaande posities waarvan de koers, zonder fundamentele reden, te hard is gedaald.

Een nieuwe aandelenpositie in Europa is GEA Group. Deze Duitse machinebouwer levert machines aan onder andere de zuivel- en voedingsmiddelenindustrie. Het feit dat klanten veel belang hechten aan voedselveiligheid en een grote betrouwbaarheid maakt dat GEA in een aantrekkelijke markt opereert. De resultaten vielen de afgelopen jaren echter tegen. Inmiddels is een nieuwe topman benoemd die begin volgend jaar zijn verbeteringsplannen zal presenteren.

De positie in de aandelen van ASR Nederland is verkocht. Ook na de overname van Generali Nederland blijft de balans zeer sterk en waren de halfjaarresultaten goed. ASR Nederland is één van de gegadigden voor de overname van concurrent VIVAT, die nu nog in handen is van het Chinese Anbang. Een groter marktaandeel in een consoliderende Nederlandse verzekeringsmarkt zou de winstgevendheid van ASR ten goede komen. Dit is echter nog onzeker en omdat de koers naar aanleiding van deze speculatie verder opliep is de positie verkocht.

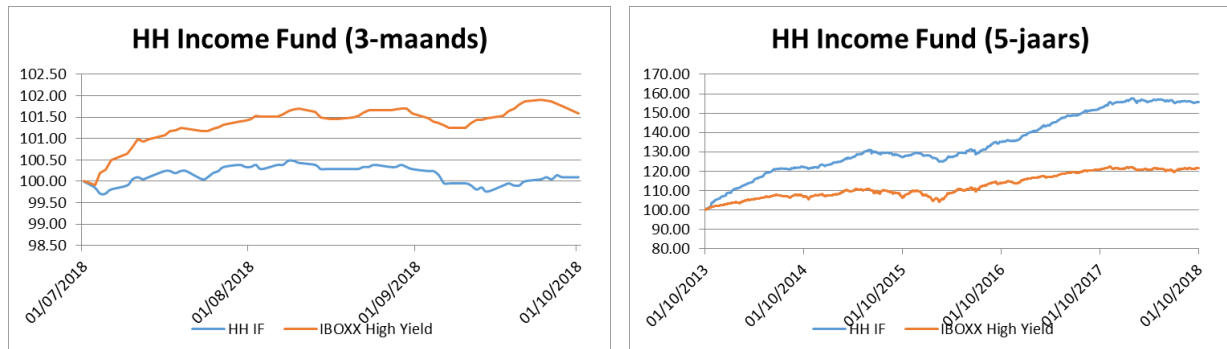
Ook de aandelenpositie in verzekeraar Ageas is geheel verkocht. Nadat de waardering al was opgelopen bood nieuws omtrent een mogelijke Chinese overname een mooi moment om uit te stappen. De mogelijkheid dat een Chinese onderneming Ageas op zou kopen om vervolgens op te knippen leek ons niet plausibel. Chinese toezichthouders leggen juist restricties op aan financiële instellingen die buitenlandse investeringen doen en ook Europese toezichthouders zouden deze overname mogelijk niet goedkeuren.

Met de vrijgekomen gelden zijn een aantal bestaande posities bijgekocht, waaronder Phoenix Group (een Britse gespecialiseerde pensioenverzekeraar), Newell Brands (producent van premium consumentenproducten), Tianneng Power (batterijenproducent) en obligaties van New Look, Matalan en Golden Close Maritime. De aankoopkoersen liggen substantieel onder pari en de couponrendementen zijn zeer aantrekkelijk. Ook is de nieuw uitgegeven lening van Gulf Keystone Petroleum gekocht.

De portefeuille bestaat voor ongeveer 70% uit aandelenbeleggingen en voor ongeveer 30% uit hoogrenderende obligaties.



## Hof Hoorneman Income Fund



Het Hof Hoorneman Income Fund behaalde in het derde kwartaal een rendement van 0,1%, waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2018 -0,1% bedraagt.

In het derde kwartaal is een positie aangekocht in een lening van Haya Finance. Haya is een Spaanse dienstverlener in het vastgoedsegment en beheert onder andere leningen van banken aan vastgoedontwikkelaars die in de problemen zijn gekomen. Haya is een van de grootste spelers op de Spaanse markt. Door onzekerheid rondom het grootste servicecontract daalde de koers van de lening naar een aantrekkelijk niveau. Wij denken dat de tegenpartij in het betreffende contract, Sareb, vooral betere voorwaarden probeert te bedingen voor de verlenging van het contract. Gezien de hoge kosten voor Sareb om contracten naar andere dienstverleners om te zetten verwachten wij dat de omzet die Haya zal verliezen mee zal vallen. Het rendement op de lening is momenteel 7%, wat volgens ons nog een aantrekkelijke vergoeding is voor het risico op deze lening.

Tevens is er voor het fonds een lening van Gulf Keystone Petroleum aangekocht. Het bedrijf moet maar liefst 10% rente op de huidige lening betalen omdat het olie produceert in Koerdistan. De oliewinning in Koerdistan is echter zeer winstgevend, waardoor het bedrijf een grote kaspositie heeft kunnen opbouwen. Deze kaspositie dekt de schuld ruim. Daarnaast werden de rentebetalingen vorig jaar ongeveer tien keer gedekt door de kasstroom en zal dat dit jaar met de gestegen olieprijs verder verbeteren.

De lening van KBC is gedurende het kwartaal verkocht. De lening kwalificeert niet meer als 'Tier 1'-lening, waardoor de markt verwacht dat de lening volgend jaar gecalled zal worden. De lening was rond een koers van 60 aangekocht en is nu voor ruim 104 verkocht. Het resterende rendement op die koers was ongeveer 2%, onvoldoende interessant vergeleken met andere kansen in de markt.

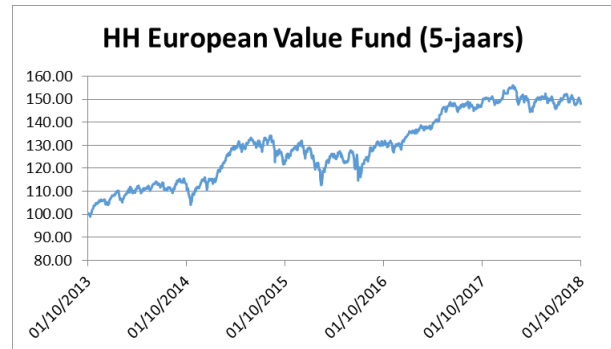
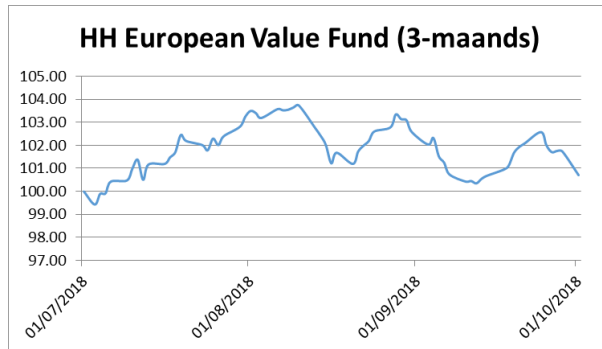
Tevens is een deel van de Tesco Property Finance lening verkocht. Deze was oorspronkelijk rond het boekhoudschandaal van Tesco aangekocht tegen een aantrekkelijke korting. Inmiddels is de lening hersteld en hebben we een deel rond een koers van 110 kunnen verkopen.

Ondanks de opgelopen rente in de V.S. blijft een deel van de portefeuille, met name aan de kant van de financiële instellingen, in rendement dalen naar niveaus waar het voor het Income Fund niet meer interessant is. Wij blijven zoeken naar kansen om dit deel tegen een aantrekkelijk rendement te herbeleggen. In de olie- en gassector bijvoorbeeld is het



sentiment nog matig, terwijl de olieprijs inmiddels weer zijn gestegen tot het niveau van november 2014. Wij verwachten dat de activiteit in deze sector daardoor weer zal toenemen.

### Hof Hoorneman European Value Fund



Het Hof Hoorneman European Value Fund heeft over het derde kwartaal van 2018 een rendement behaald van 1,8%, waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2018 -3,0% bedraagt.

Tijdens het kwartaal zijn wij naar Duitsland afgereisd om enkele bedrijven te bezoeken, waaronder Villeroy & Boch en KSB, waarin het European Value Fund belegt. Wij hebben met het management gesproken, wat nuttig was om beter inzicht te krijgen in de ontwikkelingen bij deze bedrijven.

Nadat de positie in ASR Nederland na een koersdaling in het begin van het kwartaal nog is vergroot is de koers sindsdien hersteld en is de positie door de opgelopen waardering weer gedeeltelijk verkocht. Hoewel we langetermijnbeleggers zijn profiteren we af en toe van de grillen van de beurs door middel van dergelijke transacties. In dit geval vonden wij dat de beurs te veel vooruitliep op de eventuele inlijving van VIVAT (voormalig SNS Reaal).

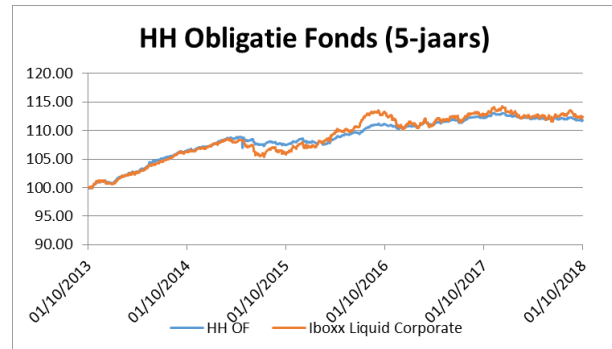
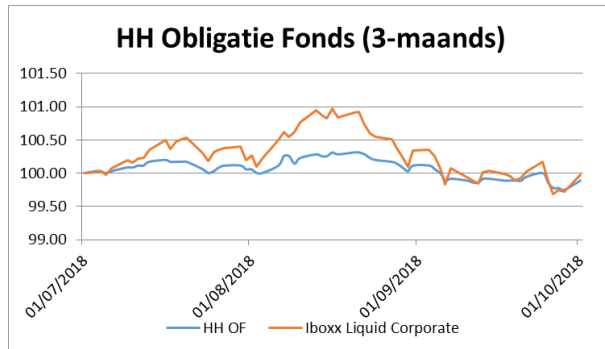
Tijdens het kwartaal zijn enkele nieuwe posities aangekocht. Zonder uitzondering zijn dit bedrijven die al langer op onze radar stonden en waarbij na een koersdaling is overgegaan tot aankoop. Het betreft ABB, Atos, Kingfisher en GEA Group (nader beschreven bij het Value Fund). Kingfisher willen we hier kort toelichten.

Kingfisher heeft verschillende bouwmarktketens, voornamelijk in het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk. Door online concurrentie en een relatief laag consumentenvertrouwen in deze markten was er de laatste jaren geen groei en lagen de marges onder druk. Kingfisher is halverwege een vijfjarig transformatieplan met als doel een forse margeverbetering. Er was al aanzienlijke scepsis van beleggers ten aanzien van dit plan en na publicatie van de halfjaarcijfers daalde de koers verder, waarbij geen verbetering in de huidige omstandigheden wordt ingeprijsd. Mocht toch een deel van de margeverbetering gerealiseerd worden dan is er sprake van fors opwaarts potentieel. Bij het mislukken van het plan is het neerwaarts potentieel in onze optiek beperkt, aangezien er al geen verbetering wordt ingeprijsd en de verschillende delen van het bedrijf, waaronder veel vastgoed en een succesvolle dochter, minstens zoveel waard zijn als de huidige beurswaarde.



Naast deze nieuwe posities zijn verschillende bestaande posities bijgekocht, wij zien namelijk voldoende kansen in de huidige Europese aandelenmarkt.

### Hof Hoorneman Obligatie Fonds



Het Hof Hoorneman Obligatie Fonds heeft over het derde kwartaal van 2018 een rendement behaald van -0,2%, waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2018 -0,7% bedraagt.

In het derde kwartaal lieten zowel het Hof Hoorneman Obligatie Fonds als de benchmark aanvankelijk een stijging zien, om uiteindelijk wat terug te vallen en het kwartaal af te sluiten met een vlak resultaat.

In Amerika heeft de Federal Reserve in september een verhoging van 25 basispunten doorgevoerd naar een rente die ligt tussen de 2% en 2,25%. Ook in de eurozone heeft er een verandering plaatsgevonden. Waar de ECB tot en met september 2018 voor EUR 30 mrd per maand aan obligaties opkocht, is dat vanaf oktober EUR 15 mrd geworden. De rentestanden in de eurozone zijn licht opgelopen in het afgelopen kwartaal, in de Verenigde Staten was sprake van een grotere stijging van zowel de kortlopende rente als de langlopende rente.

De Italiaanse rente steeg door zorgen over een verwacht oplopend begrotingstekort. Regeringspartij Lega en coalitiepartner Vijfsterrenbeweging hebben een begrotingsplan gepresenteerd waarbij ze zich niet lijken te willen houden aan de Europese begrotingsregels. Beleggers reageerden bezorgd op deze plannen waardoor de rente begon op te lopen. De komende tijd zullen gesprekken met de Europese Commissie gevoerd worden. Het Obligatie Fonds heeft geen beleggingen in Italië.

Voor de portefeuille zijn Daimler, Bayer, Atrium, PPG, Akzo Nobel en een tweede lening van Coca-Cola aangekocht. Aan de verkoopzijde zijn de General Electric en Atrium leningen verkocht. Verdere mutaties omvatten de aflossing van een van de twee Rabobank leningen, Hammerson dat gebruik heeft gemaakt van de optie om de lening terug te roepen en Citycon die voor een deel van de lening een tender heeft uitgeschreven.

Een aantal aankopen zijn ophogingen of aanvullingen op bestaande posities maar Akzo Nobel, Bayer, Daimler en PPG zijn nieuw. De nieuwe positie in Bayer lichten we kort toe. De forse overname van Monsanto is voor een belangrijk deel gefinancierd met nieuwe leningen waardoor het risicoprofiel van Bayer is toegenomen en de kredietwaardigheid van de

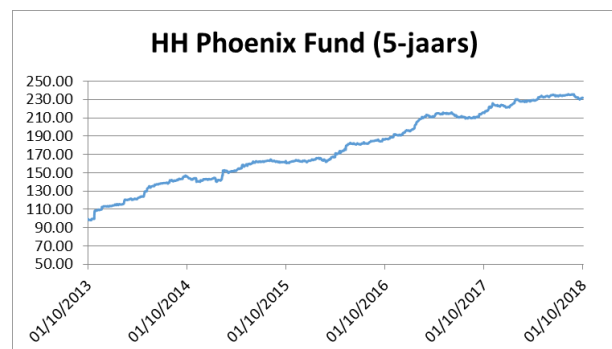
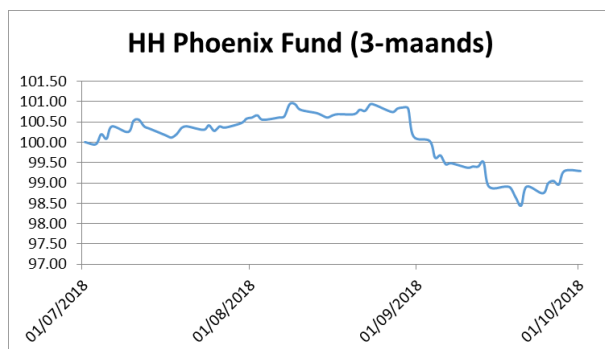




onderneming licht is verlaagd. Vrij snel na de overname was er een ongunstige uitspraak in Californië over een bestrijdingsmiddel van Monsanto dat kankerverwekkend zou zijn en waarvan de financiële gevolgen voor Bayer zouden zijn. Als we voor die tegenvaller het maximale verlies meenemen in de berekeningen voor de komende jaren, dan zal Bayer naar onze mening nog steeds voldoende kredietwaardig blijven. Bovendien heeft het bestuur uitgesproken dat ze de verlaging van de kredietwaardigheid vanwege de overname als tijdelijk zien en dat ze de ambitie hebben om in een paar jaar weer terug te keren naar de solvabiliteit van voor de overname. De onrust rond Bayer levert voor de beleggers wel iets extra's op en wij hebben gezien onze analyse besloten om een kleine positie in het fonds op te nemen.

Door deze transacties is de portefeuille qua looptijd verlengd naar 3,5 jaar en is het effectief rendement 0,9%. De recente rentestijgingen en de verwachtingen van meer rentestijgingen hebben het aantrekkelijker gemaakt om iets langer lopende leningen te kopen, met name leningen met een aflossingsdatum tussen 2024 en 2026. De huidige looptijd is daarmee een kleine 0,3 jaar langer dan aan het begin van het jaar en nog steeds fors onder die van de gemiddelde portefeuille in de markt.

## Hof Hoorneman Phoenix Fund



In het derde kwartaal behaalde het Hof Hoorneman Phoenix Fund een rendement behaald van -0,1% waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2018 4,5% bedraagt.

De positie in New Look is tijdens het derde kwartaal verhoogd. New Look heeft in het eerste kwartaal van haar gebroken boekjaar de eerste tekenen van herstel laten zien. De marge van deze Britse kledingretailer steeg ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder. Het bedrijf is hiermee op weg om weer een positieve kasstroom te genereren. Er lopen nog verschillende kostenbesparingsprogramma's die het bedrijf zouden moeten helpen de marges te verbeteren. Daarnaast achten wij de kans groot dat een deel van de klanten die afscheid hadden genomen van het merk nu weer terug zullen komen. Het is niet ondenkbaar dat de keten over een aantal jaar weer draait zoals voor de problematiek, zoals wij ook bij Matalan hebben gezien. Dat zou tot een zeer aantrekkelijk rendement op de leningen leiden.

Afgelopen kwartaal was er nieuws van een uitbraak van listeria (een bacterie die voedselinfectie kan veroorzaken) bij een Hongaarse fabriek van Greenyard. Greenyard is actief in de handel en bereiding van groente en fruit. Er ontstond door de uitbraak paniek rond het bedrijf, waardoor wij de lening van Greenyard op een koers van 75 hebben kunnen





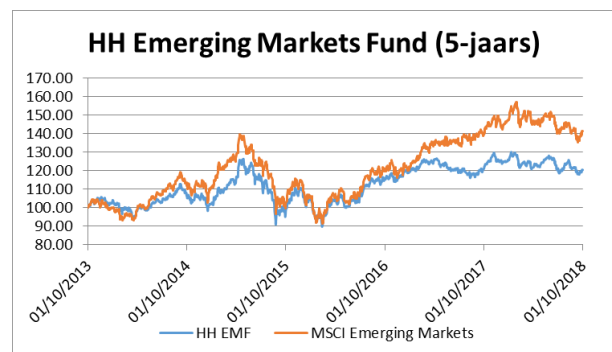
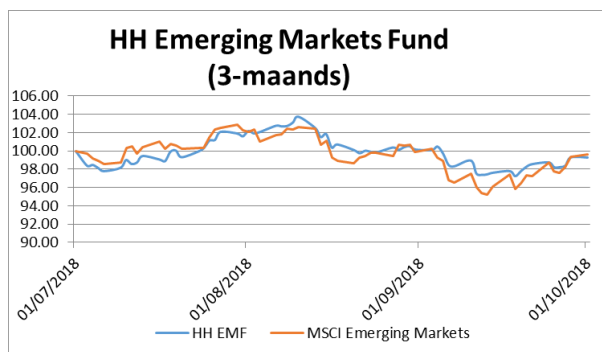
kopen. De problemen lijken beperkt te zijn tot een klein deel van de onderneming en bovendien was de aansprakelijkheid verzekerd. De koers van de lening is inmiddels al hersteld tot een koers van ruim 90.

Het Phoenix Fund heeft sinds begin vorig jaar een positie in Pacific Drilling. Pacific had zich te diep in de schulden gestoken, waardoor het bedrijf eind vorig jaar is begonnen met een financiële herstructurering. Nadat er lange tijd geen vooruitgang was in de onderhandelingen is er dit kwartaal een overeenkomst bereikt tussen de oude grootaandeelhouder en de schuldeisers. De overeenkomst is min of meer zoals wij hadden verwacht. Positief is dat de markt voor de schepen die het bedrijf heeft inmiddels is verbeterd, waardoor wij op de aandelen die wij uit de herstructurering zullen ontvangen naar verwachting een goed rendement zullen maken.

Een concurrent van Pacific Drilling, Ocean Rig, ook een positie in het Phoenix Fund, is in het afgelopen kwartaal verkocht. Ocean Rig rondde in september 2017 al een uitgebreide herstructurering af waardoor het bedrijf weer levensvatbaar was. Door de herstructurering hadden wij al een positief rendement behaald, maar vergeleken met concurrenten handelde het bedrijf nog op een korting. De grootste speler in de markt, Transocean, zag dit ook en heeft in september een bod uitgebracht. Dit bod werd betaald in aandelen TransOcean en cash. Na dit bod was de resterende korting beperkt, waardoor wij hebben besloten de positie te verkopen.

De positie in telecomprovider Avaya is ook verkocht gedurende het kwartaal. Avaya is vorig jaar geherstructureerd en de aandelen hebben sindsdien goed gereundeerd. Wij vonden de waardering niet aantrekkelijk genoeg om de positie aan te houden.

### Hof Hoorneman Emerging Markets Fund



Het Hof Hoorneman Emerging Markets Fund behaalde in het derde kwartaal een rendement van -1,6% waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2018 -4,3% bedraagt.

Opkomende markten werden in het derde kwartaal onder meer gekenmerkt door het handelsconflict tussen China en de Verenigde Staten. Dit had zijn weerslag op het rendement van Chinese aandelen in deze periode. Hoewel een handelsconflict eigenlijk nooit positief is en het verdere verloop lastig te voorspellen is, denken wij dat over het algemeen de invloed hiervan op de meeste van onze Chinese posities beperkt is. Ook de val van de Turkse Lira, evenals de verzwakking van een aantal andere valuta's van opkomende landen, was



opvallend. De Turkse aandelenmarkt, gemeten in euro's, kende in het derde kwartaal dan ook forse koersdalingen. De Turkse centrale bank heeft als reactie de rente verhoogd om de valuta te ondersteunen. Ook andere landen met een gevoelige valuta, waaronder Zuid-Afrika, hebben dalende koersen laten zien. Thailand daarentegen was een van de positieve uitschieters, onder andere geholpen door een uitgestelde renteverhoging en een positief saldo op de lopende rekening. Het Emerging Markets Fund heeft een klein belang in Brazilië, maar is verder zeer beperkt blootgesteld aan landen met een gevoelige valuta. Zo heeft het fonds bijvoorbeeld geen beleggingen in Turkije en Zuid-Afrika.

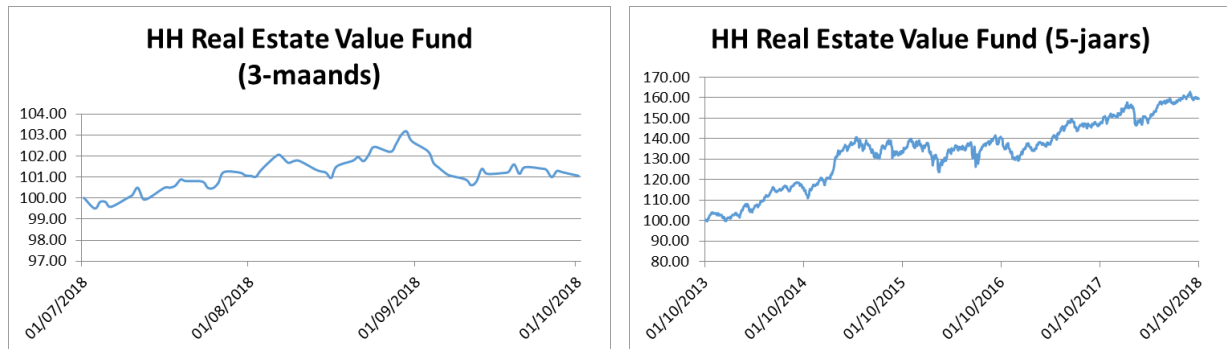
In de periode hebben we verschillende transacties gedaan voor het fonds. Zo hebben we in juli Cheung Kong Hutchison (CKH) toegevoegd. CKH is een conglomeraat dat actief is in de telecomsector, in beauty & health retail en in infrastructuur zoals het uitbaten van havens en gaspijpleidingen. Dit doet het via belangen in onder andere China, Hongkong, Australië, Canada, het Verenigd Koninkrijk en Europa. Het is onder meer (gedeeltelijk) eigenaar van A.S. Watson (eigenaar van de in Nederland bekende ketens Kruidvat, Trekpleister en ICI Paris XL), 3 Group Telecom en beursgenoteerde ondernemingen, zoals CK Infrastructure en Husky Energy. Alle activiteiten van CKH bij elkaar opgeteld zijn naar inschatting significant meer waard dan de beurswaarde van de onderneming. Het bedrijf keert daarbij een dividend uit van bijna 3,5% en heeft ruimte voor meer investeringen.

In augustus is de Chinese glasfabrikant Xinyi Glass aan de portefeuille toegevoegd. Xinyi heeft een sterke marktpositie in de glasindustrie en maakt naast basisproduct 'float glass' ook constructieglas en autoruiten. Het bedrijf heeft zeven fabrieken in China en heeft in 2017 een nieuwe fabriek geopend in Maleisië. Het bedrijf is momenteel verder aan het uitbreiden in Maleisië en wil ook productielijnen openen in Canada. Xinyi verkoopt haar producten wereldwijd. Daarnaast heeft Xinyi Glass een belang in het eveneens beursgenoteerde Xinyi Solar, dat glas maakt voor zonnepanelen. Het bedrijf is degelijk gefinancierd, heeft een sterke marktpositie en is met uitbreidingen goed gepositioneerd voor groei. Wij vinden dat niet voldoende tot uiting komen in de prijs van het aandeel. Daarentegen is VST, distributeur van IT-producten in China en Zuidoost-Azië, verkocht. De redenen hiervoor zijn de hogere waardering door de opgelopen koers van de onderneming en de gevoeligheid van de winst voor fluctuaties in wisselkoersen.

Tegen het einde van het kwartaal is een deel van de kaspositie gebruikt om onze relatief lage weging in Brazilië te vergroten door Black Rock Latin America Investment Trust en Cosan Limited bij te kopen. Dit hebben we gedaan omdat de beurskoers van beide aandelen onder druk stond als gevolg van de verzwakte Braziliaanse munt. Ook hebben we onze onderweging in Zuid-Korea verkleind en bijgekocht in Metro Pacific dat actief is in de Filipijnse infrastructuur.



## Hof Hoorneman Real Estate Value Fund



Het Hof Hoorneman Real Estate Value Fund kende in het derde kwartaal een rendement van 1,3% waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2018 3,0% bedraagt.

De Europese vastgoedmarkten hadden een relatief lastige maand. Van de grote markten liet alleen de Duitse vastgoedmarkt positieve rendementen zien terwijl de Nederlandse markt vooral te lijden had van specifieke ontwikkelingen bij de grote vastgoedondernemingen. Ook de Spaanse vastgoedmarkt, die een zeer sterke start van het jaar kende, had het relatief lastig in het derde kwartaal. Het resultaat is dat de vastgoedondernemingen die meer afhankelijk zijn van retail het dit jaar in verhouding lastig hebben gehad terwijl markten die meer worden gedreven door de kantoren- en residentiële markt, zoals Duitsland, een sterk jaar kennen.

Wanneer gekeken wordt naar de bovenstaande ontwikkelingen dan heeft het fonds degelijk weten te presteren. Enerzijds werd geprofiteerd van de posities in residentieel vastgoed in Duitsland maar hiertegenover staan posities in retailvastgoed in Nederlandse en Franse vastgoedbedrijven die het relatief lastig hebben gehad.

Volgens ons is deze laatstgenoemde categorie wel een sector waar kansen liggen. De transitie naar meer online verkopen maakt dat een belegger buitengewoon voorzichtig om moet gaan met beleggingen in retail. De waarderingen van bedrijven in deze markt zijn echter dusdanig teruggelopen dat een kieskeurige belegger de krenten uit de pap kan vissen. In de afgelopen kwartalen hebben we dan ook geleidelijk onze positie in vastgoedondernemingen met sterke balansen, weinig leegstand en gezonde ontwikkelingen bij de huurders verder opgebouwd. Tegelijk is het essentieel om in deze markt zeer selectief en gedisciplineerd te zijn.

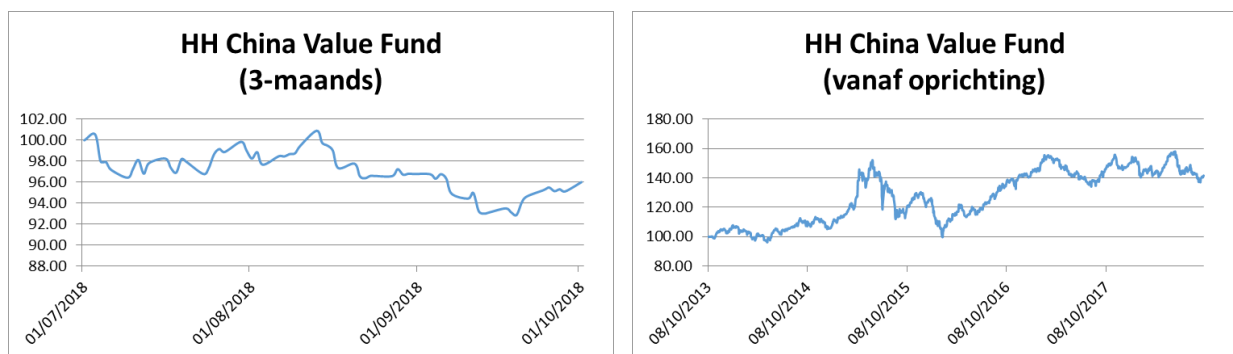
Nieuw in de portefeuille is Tritax Big Box REIT. Deze onderneming verhuurt logistiek vastgoed dat specifiek is gericht op de bevoorrading van de grootste Britse warenhuizen. De omvang van deze warenhuizen maakt dat klanten doorgaans veel investeren in automatisering en de continuïteit van de bevoorrading van de warenhuizen is essentieel voor de huurders. Dit maakt dat klanten veel kosten hebben bij het verhuizen naar een concurrent en dat de logistieke gevolgen doorgaans groter en moeilijker te overzien zijn. Dit maakt de onderneming stabiel dan een gemiddelde logistieke vastgoedonderneming die gemakkelijker tegen andere logistieke spelers kan worden uitgespeeld. De waarborging van de continuïteit bij de logistieke centra van de huurders van Tritax Big Box REIT is voldoende essentieel zodat de onderneming doorgaans heel langlopende relaties kent en vrijwel nooit



te maken heeft met huurderomloop. Dit maakt dat de onderneming in verhouding goedkoop en efficiënt kan worden gemanaged en dat de onderneming een van de meest stabiele spelers is in een wat meer cyclische logistieke markt.

De positie in Montea is volledig verkocht. Op basis van onder andere een optimistisch analistenrapport was de koers van deze onderneming excessief opgelopen waardoor de prijs en het opwaartse potentieel niet langer aansloten bij de doelstellingen van de portefeuille. De positie is verkocht met een zeer aantrekkelijk rendement en als een van de sterkst presterende posities in de portefeuille dit jaar.

### Hof Hoorneman China Value Fund



Het Hof Hoorneman China Value Fund heeft in het derde kwartaal een rendement van -4,7% behaald, waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2018 -5,7% bedraagt.

In het kwartaal stonden de ontwikkelingen op de beurs in het teken van de toenemende zorgen omtrent het handelsconflict tussen China en de Verenigde Staten. Deze onzekerheid in combinatie met een dalende Chinese munt zorgde voor dalende koersen op de Chinese beurzen, waarbij de Hong Kong Small Cap index op een gegeven moment 25% onder de recente piek stond.

Gedurende het kwartaal hebben we een aantal posities verkocht die een relatief goede koersontwikkeling hebben laten zien. Zo hebben we onze positie in kabelmaatschappij HKBN en vastgoedonderneming Hui Xian in zijn geheel verkocht en hebben we deels winst genomen in sportmerk Xtep. HKBN heeft bij de laatste publicatie van de resultaten het dividend fors opgeschroefd en heeft ambitieuze doelen voor de komende jaren gesteld. Hierdoor is het aandeel sterk opgelopen en wij vinden de goede ontwikkelingen voldoende in de koers verdisconteerd. Xtep wist te profiteren van snel stijgende verkoopcijfers en een positieve ontwikkeling van de brutomarge. Ondanks het feit dat wij nog steeds positief zijn over de ontwikkelingen bij Xtep vinden we een lagere weging binnen de portefeuille passend.

In een aantal ondernemingen die koersmatig een slechte ontwikkeling hebben doorgemaakt, maar waar de ontwikkelingen onveranderd positief zijn, hebben wij bijgekocht. Zo hebben we onder andere bijgekocht in Greatview Aseptic Packaging. Dit is de concurrent van Tetra Pak in China en levert verpakkingsmateriaal aan met name de zuivelindustrie in China. Deze markt laat door de toenemende middenklasse in China een gezonde groei zien en Greatview kan daarvan profiteren. Daarnaast is Greatview succesvol met de Europese expansie en zal er in de komende jaren geïnvesteerd worden in Zuidoost-Azië. Wij zijn van mening dat een



handelsconflict tussen China en de Verenigde Staten een beperkte invloed zal hebben op de winst- en omzetcijfers van Greatview.

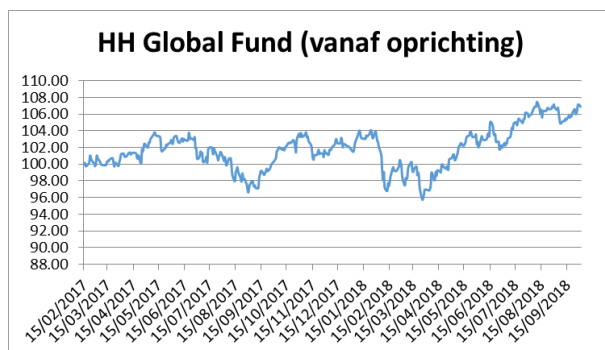
Ook hebben we de positie in First Pacific uitgebreid. Deze investeringsmaatschappij heeft belangen in beursgenoteerde ondernemingen in de Filipijnen en Indonesië. Deze belangen zijn substantieel meer waard dan de beurswaarde van First Pacific in Hongkong. Het management heeft aangegeven maatregelen te willen treffen om deze korting te verkleinen. Ook in dit geval zijn wij van mening dat een handelsconflict weinig effect zal hebben op de intrinsieke waarde van First Pacific aangezien de waarde hiervan wordt bepaald door hun belangen in de Filipijnen en Indonesië.

Uiteraard zijn er ook ondernemingen waar een handelsconflict wel degelijk invloed kan gaan hebben op de ontwikkeling van de omzet en de winst. De koersen van dergelijke ondernemingen hebben dan ook veel last gehad van de onzekerheid en de koersen zijn in sommige gevallen zeer sterk gedaald. In onze ogen in enkele gevallen te sterk en wij zijn voorzichtig gestart met het opnemen van een selecte groep ondernemingen in de portefeuille.

Een voorbeeld hiervan is Xinyi Glass. Dit maakt ook deel uit van de portefeuille van het Emerging Markets Fund en is daar al nader beschreven.

Het tegenstrijdige is dat we momenteel een gezonde bedrijfsmatige ontwikkeling zien bij de meeste bedrijven, maar dat de koersen in Hongkong en China dit jaar gemiddeld gedaald zijn. Dat maakt ons als Value-belegger optimistischer over de vooruitzichten van het China Value Fund hoewel de koersen in 2018 tot dusver dat optimisme niet gesteund hebben. De gepubliceerde halfjaarcijfers en de daarbij afgegeven verwachtingen geven ons echter nog steeds de bevestiging van de gezonde ontwikkelingen bij onze beleggingen in het China Value Fund. Binnenkort vertrekken wij naar Hongkong en Sjanghai voor een groot aantal bedrijfsbezoeken.

### Hof Hoorneman Global Fund



Het Hof Hoorneman Global Fund heeft in het derde kwartaal van 2018 een rendement behaald van 3,9% waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2018 5,3% bedraagt.

Net als in het tweede kwartaal heeft het Global Fund in het derde kwartaal geprofiteerd van het herstel van de aandelenkoersen.



De activiteiten in het fonds waren beperkt. Hoewel wij een scherp oog houden op de kwartaalcijfers en ook blijven speuren naar nieuwe kansen zijn wij tevreden met de huidige samenstelling van het fonds. Van twee posities waren de waarderingen dusdanig opgelopen dat deze geheel zijn verkocht. De ene positie betrof sportmerk Nike. Nadat eerder al de helft van de positie werd verkocht, liep de koers na goede kwartaalcijfers verder op. De verkopen in de V.S. lieten weer groei zien en in andere werelddelen was zelfs sprake van forse groei, dit alles tegen aantrekkelijke marges. De positie was aangekocht in 2016, toen de koers onder druk lag door voorraadproblemen en concurrentie. Nu de vooruitzichten weer goed zijn en deze ook zijn ingeprijsd was het een goed moment om afscheid te nemen.

Tevens is Siemens Healthineers geheel verkocht. Moederconcern Siemens heeft haar medische divisie verzelfstandigd en in maart deels naar de beurs gebracht. Sindsdien is de koers verder opgelopen op redelijke resultaten en het feit dat de markt zich meer bewust werd van het stabiele karakter van het bedrijfsmodel. De huidige waardering biedt echter geen grote veiligheidsmarge meer en is derhalve verkocht.

Van enkele bestaande posities is de weging weer opgehoogd naar de doelweging, nadat deze door koersdalingen geraakt werden. Dit betrof onder andere NN Group en Unibail-Rodamco-Westfield.

Het Zweeds-Zwitserse ABB produceert onder andere elektronische componenten voor laadpalen voor elektrische auto's en onderdelen voor elektriciteitsnetwerken. Daarnaast is de onderneming actief in robotisering en automatisering. ABB stond al langer op onze radar en nadat de koers verder onder druk kwam door handelsperikelen is het bedrijf toegevoegd aan de portefeuille. Met een sterke balans, stevige kasstromen, een aantrekkelijk dividendrendement en een korting ten opzichte van vergelijkbare bedrijven is dit een interessante propositie.