



Nieuwsbrief Hof Hoorneman Beleggingsfondsen

In deze nieuwsbrief over het derde 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 september 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 september 2019	Rendement 3^e kw. 2019	Rendement 12-maands	Rendement 3-jaars*	Rendement 5-jaars*
HH Value Fund	-4,6 %	-11,7 %	-0,4 %	1,7 %
HH Income Fund	0,7 %	0,2 %	4,3 %	4,7 %
HH European Value Fund	1,3 %	-2,4 %	3,5 %	5,0 %
HH Obligatie Fonds	1,0 %	4,3 %	1,6 %	1,8 %
HH Phoenix Fund	-3,1 %	-3,0 %	6,4 %	9,0 %
HH Emerging Markets Fund	-0,7 %	0,8 %	1,7 %	2,7 %
HH Real Estate Value Fund	5,3 %	9,0 %	7,5 %	8,5 %
HH China Value Fund	-4,4 %	-4,5 %	0,9 %	4,4 %
HH Global Fund**	5,0 %	10,3 %	-	-
HH Mix Fondsen Defensief***	0,8 %	-	-	-
HH Mix Fondsen Neutraal***	0,6 %	-	-	-
HH Mix Fondsen Offensief***	0,2 %	-	-	-

De genoemde rendementen zijn gebaseerd op intrinsieke waarde conform berekening per 30 september 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 goed eerste halfjaar voor aandelenmarkten was de stijging over het derde kwartaal beperkt. Augustus was een moeizame maand voor aandelenbeleggers, maar de koersen waren eind september al weer hersteld. De daling in augustus werd vooral ingegeven door verdere escalatie van het handelsconflict tussen de V.S. en China. De voortdurende onzekerheid die hieruit voortvloeit zet een rem op de groei van de wereldeconomie. Hoewel China en de V.S. per 1 september hun importtarieven hebben verhoogd, werd in de loop van september een gedeelte van deze verhogingen uitgesteld. Er lijkt constructief overleg te zijn tussen de V.S. en China, hoewel dit al geruime tijd het geval is en de eerste handelstarieven door de V.S. al anderhalf jaar terug ingesteld werden. In combinatie met het versoepelde monetaire beleid van centrale banken wereldwijd leidde deze ontspanning van de handelsrelatie in september tot een positief rendement voor aandelen.

Voor bedrijven wereldwijd betekenen het toenemende protectionisme en andere geopolitieke ontwikkelingen meer onzekerheid. Dit is gedeeltelijk terug te zien in leidende economische indicatoren. Zo verslechterde de Amerikaanse inkoopmanagersindex, een indicator die het vertrouwen van producenten weergeeft, naar het laagste niveau in vier jaar. Ook in de eurozone en in de gehele Europese Unie zwakte het vertrouwen in september af. Duitsland, de grootste economie van Europa, groeit de afgelopen kwartalen nauwelijks meer. Hoewel de verschillende groeicijfers een verslechterend beeld laten zien, is er geen indicatie dat er snel een sterke economische recessie aankomt. Het lijkt erop dat de economie slechts licht vertraagt.

In september verlaagde de Fed voor de tweede keer dit jaar de Amerikaanse rente. Hoewel de werkloosheid laag is, de economie gestaag groeit en consumenten geld blijven uitgeven is er toch besloten om de rente te verlagen. De Fed heeft hiervoor twee redenen. Ten eerste is de inflatie niet zo hoog als men zou willen. Ten tweede wil de Fed actief rekening houden met teruglopende wereldwijde groeiverwachtingen. Het is opvallend dat de beslissing om de rente te verlagen niet onomstreden is binnen het comité dat de rente bepaalt; slechts een kleine meerderheid van dit comité staat achter het besluit. De beslissingen van ECB-president Mario Draghi zijn ook niet onomstreden. Draghi verlaagde in september de rente en de ECB gaat weer actief obligaties opkopen in de markt. Hij gaf hierbij aan dat de groei terugloopt en dat de inflatieverwachtingen te laag liggen en spoorde landen als Duitsland en Nederland aan om méér uit te geven om zo de economische groei te stimuleren. Het gevolg van de stimuleringsmaatregelen is dat de kapitaalmarktrentes blijven dalen. Zo kunnen Duitsland en Nederland voor 30 jaar geld lenen zonder daar rente over te betalen. Hoewel dit ongebruikelijk is, hebben meerdere centralebankpresidenten zich openlijk kritisch opgesteld ten opzichte van het beleid van Draghi. Klaas Knot van De Nederlandsche Bank geeft aan dat de lage rente slecht is voor spaarders en gepensioneerden. Uit protest heeft de Duitse Sabine Lautenschlaeger haar zetel bij de ECB opgegeven. Binnenkort zal Draghi worden opgevolgd door Christine Lagarde. De hoop is dat zij de geleerden doet sluiten.

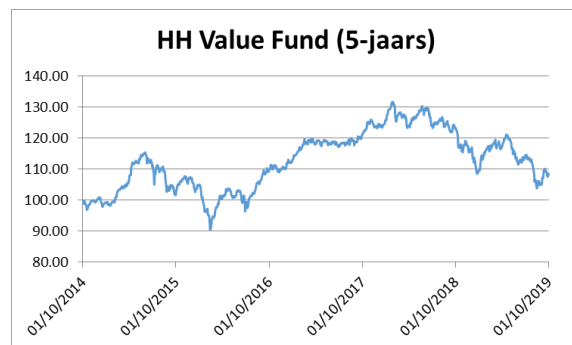
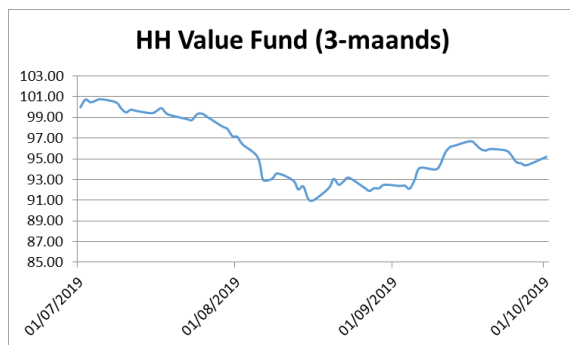
Wat de laatste tijd opvalt is dat waarde-aandelen behoorlijk achterblijven bij groeiaandelen. Het verschil in rendement tussen de twee beleggingsstijlen is groter dan ten tijde van de piek van de 'dot com'-bubbel eind vorige eeuw. Wat met name opvalt is dat de winsten van de onderliggende bedrijven geen verslechtering laten zien. Als gevolg van de koersontwikkelingen is het verschil in koers-winstverhouding tussen goedkope en dure aandelen even groot als aan de vooravond van het uiteenspatten van de 'dot-com'-bubbel. Als de geschiedenis een aanwijzing is voor de



toekomst, dan zouden waarde-aandelen het substantieel beter moeten gaan doen dan groei-aandelen in de komende jaren. Dat zou onze portefeuilles helpen omdat in een aantal van onze beleggingsfondsen volgens de waarde-stijl belegd wordt.

Naast de grote verschillen tussen waarde en groei is er ook een verschil in het rendement tussen Amerikaanse aandelen en dat van niet-Amerikaanse aandelen. Dit lijkt niet geheel gerechtvaardigd door de economische ontwikkelingen. De Amerikaanse economie groeit marginaal sneller dan de Europese economie. De Aziatische economische groei ligt echter een stuk hoger dan de groei in de V.S. De oorzaak van het rendementsverschil 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 gestuwd en in veel gevallen de balansen verzwakt hebben. Aandelen in Europa zijn gemiddeld genomen aantrekkelijker gewaardeerd en aandelen in Hongkong zijn ronduit goedkoop.

Hof Hoorneman Value Fund



Het Value Fund heeft in het derde kwartaal een negatief rendement van -4,6% behaald. Hiermee komt het rendement over de eerste negen maanden uit op -1,2%.

De zorgen omtrent het handelsconflict tussen China en de Verenigde Staten in combinatie met de protesten in Hongkong zorgden voor negatieve koersontwikkelingen in het Chinese deel van de portefeuille. Daarnaast heeft de economische vertraging het verwachte herstel van de oliesector vertraagd. De ondernemingen die daar gevoelig voor zijn werden over een brede linie afgewaardeerd. Wij blijven echter van mening dat onze posities in China en de belangen in de oliesector goed gepositioneerd zijn om de uitdagingen aan te kunnen en uiteindelijk van een herstel moeten kunnen profiteren.

Het afgelopen kwartaal zijn er een aantal wijzigingen binnen de portefeuille aangebracht. Zo zijn GEA Group en Pacific Drilling verkocht. GEA heeft een sterk marktaandeel en levert met name producten aan de stabiele voedingsindustrie. Op basis van deze sterke marktpositie en de resultaten van de concurrenten zou GEA in staat moeten zijn een betere winstgevendheid te behalen. Tot op heden zien we hier echter nagenoeg geen voortgang en om die reden zijn de aandelen verkocht. De aandelen van Pacific Drilling zijn verkregen vanuit een financiële herstructurering van de obligaties die we in portefeuille hadden. Doordat het herstel van de oliesector voorzigtiger verloopt dan verwacht vinden wij de positie van aandeelhouders bij Pacific Drilling te risicovol. De positie van aandeelhouders in International Petroleum, actief in de exploratie en productie van olie en gas, is veel sterker en van de koersdaling van dit laatste bedrijf is gebruik gemaakt om de positie in de portefeuille te verhogen.

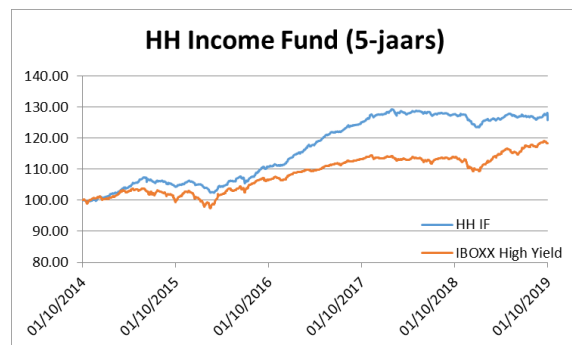
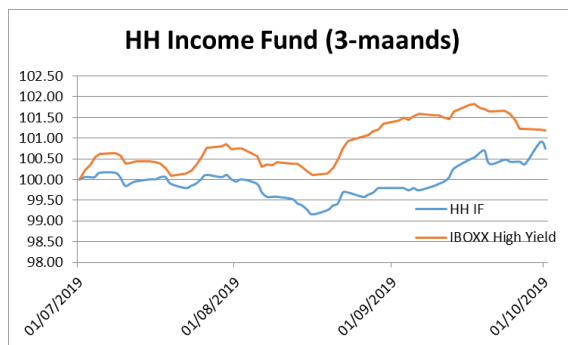


Verder is de positie in de 6,75% Matalan obligatie met einde looptijd 2023 in zijn geheel verkocht. Deze Britse retailer van kleding presteert tot op heden relatief goed, maar de structurele uitdaging van fysieke winkels vanuit internetverkoop verhoogt de kans op tegenvallers. Het rendement van deze obligatie weegt niet op tegen het verhoogde risicoprofiel en de rendementsverwachting is hiermee asymmetrisch; het neerwaartse risico is veel groter dan het opwaartse potentieel.

Positief nieuws kwam er vanuit onze posities in de zogenaamde CMS-obligaties. Deze obligaties van financiële instellingen hebben een variabele rente en noteren door de lage rente significant onder par (= uitgifte- en aflossingsprijs). Ondanks het perpetuele karakter van deze leningen, bestaat er toch een gereede kans dat deze obligaties zullen worden afgelost. Per 1 januari 2022 zullen deze CMS-obligaties namelijk niet meer meetellen als garanti kapitaal bij banken en per 1 januari 2026 bij verzekeraars en verliezen ze in grote mate hun toegevoegde waarde voor de uitgevende instelling. Het bericht dat Banco Santander een CMS-obligatie aflost op par terwijl de dag ervoor dezelfde lening nog rond de 67% werd geïndiceerd zorgde voor behoorlijke koersstijgingen in dit segment.

De achtergebleven rendementen van waarde-aandelen hebben het waarderingsverschil tussen waarde- en groeiaandelen verder vergroot. Het is onze overtuiging dat ondergewaardeerde aandelen en obligaties van bedrijven met sterke balansen, goede marktposities en kasstromen op lange termijn voor een aantrekkelijk rendement zullen zorgen en dat de verschillen die we nu zien op termijn moeten normaliseren.

Hof Hoorneman Income Fund



Het rendement van het Income Fund in het derde kwartaal kwam uit op 0,7%. Hiermee komt het rendement over de eerste negen maanden uit op 1,6%. Gedurende het kwartaal profiteerde het fonds van de dalende rente maar dit werd weer enigszins tenietgedaan door toenemende onrust in de markt en hogere risicopremies.

De belangrijkste stijgers in de portefeuille waren de obligaties van Raffinerie Heide, Haya Finance en enkele banken. Raffinerie Heide profiteerde van oplopende 'crack spreads' wat tot een prima kwartaalresultaat leidde. Crack spreads zijn de prijsverschillen tussen ruwe olie en de geraffineerde producten, oftewel de brutowinstmarge voor raffinaderijen. Nieuwe regelgeving, die vanaf 2020 ingaat, verplicht de mondiale scheepvaart om schonere brandstoffen te gebruiken. De technologisch geavanceerde Raffinerie Heide zal hiervan naar verwachting kunnen profiteren.

Haya Finance is een bedrijf dat banken helpt om slechte leningen in de vastgoedsector te managen. Hun grootste contract is met de 'bad bank' van Spanje, Sareb. Hun kwartaalcijfers en



de daarbij uitgesproken verwachtingen deden de koers goed. Bovendien lijkt het erop dat de eigenaar de onderneming probeert te verkopen wat wellicht tot een vervroegde aflossing zou kunnen leiden.

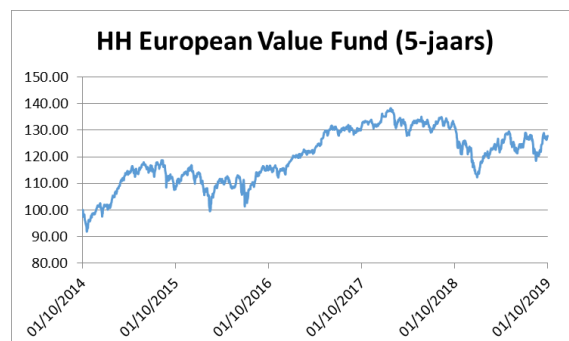
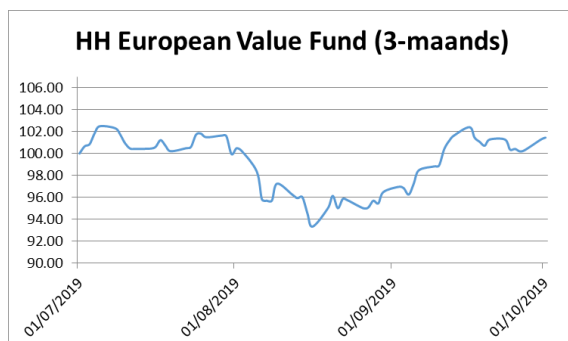
Tot slot stegen enkele door banken uitgegeven 'perpetuals' (potentieel aflossingsvrije leningen) sterk in waarde. Dit was voornamelijk het resultaat van het aflossen van een soortgelijke obligatie door Santander. Door veranderende regelgeving is het aantrekkelijk voor banken om deze obligaties op de markt terug te kopen dan wel vervroegd af te lossen. Wij blijven daarom enthousiast over deze zogenaamde CMS leningen.

De belangrijkste dalers in de portefeuille waren de obligaties van Floatel en Transocean. Transocean is de grootste offshoreboormaatschappij ter wereld en werkt voor een aantal grote oliebedrijven. Floatel verhuurt drijvende accommodaties voor boorplatformpersoneel. Een geplande fusie met Prosafe lijkt vooralsnog niet door te gaan. Ondanks een stabiele olieprijs is het sentiment rondom olie-gerelateerde bedrijven ronduit negatief.

Aan de portefeuille is een aantal obligaties toegevoegd. Een van deze toevoegingen is die van Teva Pharmaceutical. Teva is gespecialiseerd in de productie van generieke medicijnen. Het bedrijf is momenteel de schuldenlast aan het reduceren. Wij hebben vertrouwen in dit proces, mede dankzij de transparantie die het management hanteert in de communicatie met investeerders. De vrije kasstroom is hoog, waarmee de obligatiehouders goed gepositioneerd zijn, zeker nu de dividenduitkeringen stop zijn gezet. Tevens werd dit kwartaal een obligatie van het bedrijf Coty gekocht. Coty is een cosmeticaconcern met bekende merken als MaxFactor, Rimmel en Wella. De onderliggende kasstromen zijn ruimschoots genoeg om de leningen terug te betalen. De obligaties konden aangekocht worden tegen een onderliggend rendement van circa 4%.

Om ruimte te maken in de portefeuille is een aantal leningen verkocht, veelal van banken en verzekeraars. Deze verkopen werden gedreven door oplopende koersen, waardoor het verwachte rendement niet aantrekkelijk genoeg meer was, in een aantal gevallen onder de 2%. De volgende obligaties zijn (gedeeltelijk) verkocht: ASR, Royal Bank of Schotland en een perpetuele dollarlening van NIBC.

Hof Hoorneman European Value Fund



Het Hof Hoorneman European Value Fund behaalde in het derde kwartaal een rendement van 1,3%, waardoor het rendement over de eerste negen maanden uitkomt op 11,6%.

Ondanks het positieve rendement waren er ook enkele achterblijvers. Deze waren vooral te vinden in de hoek van de financiële instellingen, die last hebben van de voortdurende lage rente.



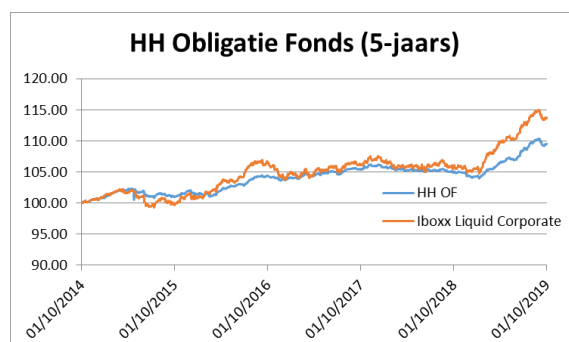
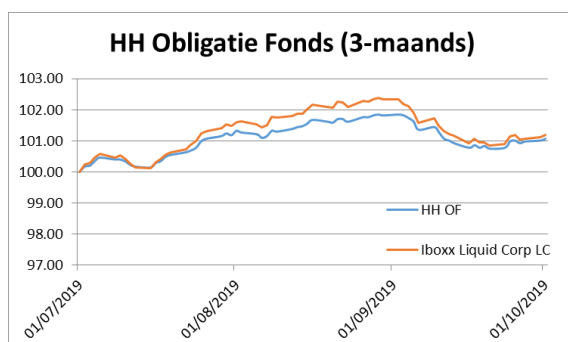
Bij ABN Amro speelde daarnaast de angst voor een boete naar aanleiding van de aangifte van DNB bij het Openbaar Ministerie. Op de dag van het nieuws daalde de marktwaarde van ABN met maar liefst EUR 2 miljard. Dit lijkt een overreactie, hoewel een dividendverhoging hierdoor voorlopig mogelijk van tafel is. Ook AIB Group, een Ierse bank, is fors gedaald door onder andere angst voor de effecten van brexit op de Ierse economie en een langzame afbouw van problemleningen. Beide lijken tijdelijke factoren en AIB is na de koersval op een zeer aantrekkelijke waardering bijgekocht. Ook de posities in AT&S en Boskalis zijn vergroot.

De grootste positieve bijdragen aan het rendement kwamen van Ahold Delhaize, EasyJet en Vodafone. Ahold Delhaize rapporteerde degelijke halfjaarcijfers, hoewel deze in eerste instantie negatief werden ontvangen is de koers gedurende het afgelopen kwartaal hersteld van de daling in het tweede kwartaal. Ook EasyJet herstelde van een koersdaling eerder dit jaar. Nadat een aantal concurrenten winstwaarschuwingen had afgegeven kwam EasyJet met een kwartaalupdate die vertrouwen gaf. EasyJet lijkt ook te gaan profiteren van het faillissement van Thomas Cook. De positie in Vodafone is eerder dit jaar nog opgehoogd toen de koers onder druk lag. Het nieuwe management is gericht op het versterken van de balans en het creëren van aandeelhouderswaarde. Vodafone heeft een enorme portefeuille aan telecommasten. Momenteel worden hier forse prijzen voor betaald en het management wil deze middels een sale-and-leaseback constructie verkopen.

Een nieuwe positie, een oude bekende van het fonds, is Deutz. De koers van deze bouwer van motoren voor graafmachines, heftrucks, etc. heeft een forse koersdaling laten zien. De onderneming is op de goede weg met een efficiencyverbetering en de ontwikkeling van elektrische motoren. De service bedraagt inmiddels 25% van de omzet en de balans is schuldenvrij.

Zürich Financial Services is geheel verkocht. Deze Zwitserse verzekeraar heeft sinds de eerste aankoop in 2013 aantrekkelijke dividenden betaald en een stevig koersrendement laten zien. Nadat de aandelenkoers in september behoorlijk opliep achtten wij het koersdoel bereikt. Tevens is winst genomen in een aantal posities, waaronder ASML Holding, C&C Group, DSM en Hibernia REIT.

Hof Hoorneman Obligatie Fonds



Het Hof Hoorneman Obligatie Fonds heeft het derde kwartaal met een rendement van 1,0% afgesloten. Hiermee komt het rendement over de eerste negen maanden uit op 5,1%.

Het derde kwartaal stond in het teken van het monetair beleid in de Europese Monetaire Unie (EMU) De wereldwijde economische groeivertraging en onzekerheden rondom de brexit en de handelsoorlog tussen de V.S. en China hebben grote impact gehad op het monetaire beleid.

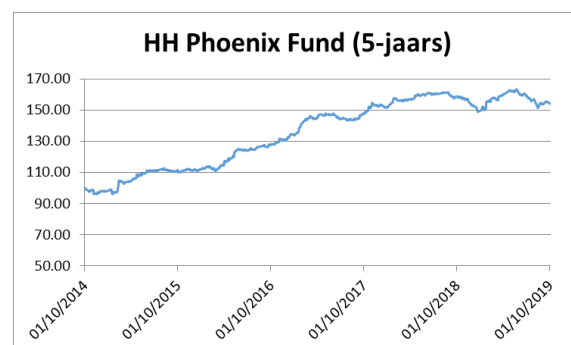
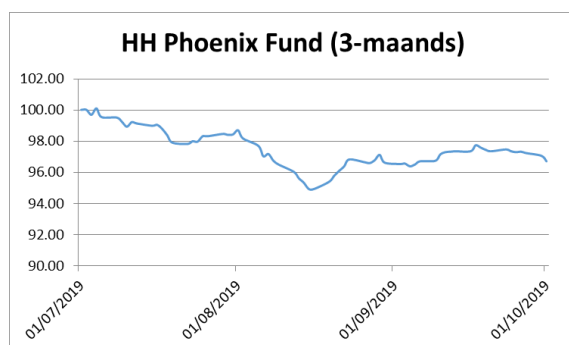


Zowel de Fed als de ECB hebben de rente verlaagd en de ECB heeft daarnaast een nieuw opkoopprogramma aangekondigd. Deze ontwikkelingen zorgen voor aanhoudende druk op de rente en oplopende obligatiekoersen. Het effectief rendement van 30-jaars staatsleningen van verschillende Europese landen is in het derde kwartaal onder de 0% gezakt en bereikte daarmee een historisch dieptepunt. Daarnaast heeft een daling van de risicopremies het rendement gestuwd.

Bovenstaande ontwikkelingen hebben ervoor gezorgd dat het effectief rendement, oftewel het te verwachten rendement van het fonds, is gedaald tot ongeveer 0,5%. De rentegevoeligheid is onveranderd en blijft daarmee lager dan de rentegevoeligheid van de index. De lagere rentegevoeligheid wordt veroorzaakt door een gemiddeld kortere looptijd, iets wat over het algemeen ook in een lagere rente resulteert. Desondanks is het effectief rendement van het fonds hoger dan het effectief rendement van de index. Dit komt mede doordat de gemiddelde rating van de bedrijven in het fonds iets lager is dan die van de index waarvoor het fonds gecompenseerd wordt met een hogere rente.

In het derde kwartaal hebben er een aantal wijzigingen plaatsgevonden in de portefeuille. Een aantal obligaties, waarvan het effectief rendement negatief was, zijn verkocht. Een goed voorbeeld is de obligatie van European Investment Bank met looptijd 2030. Deze obligatie is verkocht met een effectief rendement van circa -0,6%. Het is vrij eenvoudig om prima alternatieven te vinden voor dit soort leningen. Een voorbeeld is de obligatie van Kraft Heinz met een looptijd tot 2024. Het voedingsmiddelenbedrijf heeft last van toenemende concurrentie door onder andere meer focus van consumenten op gezonde voeding, concurrentie van private labels en bovendien is de schuldpositie na de overname van Heinz in 2015 nog steeds aan de hoge kant. Daardoor is de rating verlaagd naar de laagste 'investment grade' rating. Ondanks de tegenvallers heeft het bedrijf aangegeven dat 'investment grade' blijven een hoge prioriteit heeft. Het bedrijf heeft voldoende mogelijkheden om de schulden te verlagen, bijvoorbeeld door verlaging van het dividend, met de vrije kasstroom schulden verlagen en door bedrijfsonderdelen te verkopen. Daarnaast zijn er onder andere obligaties gekocht van Smiths Group, Ford Motor, Booking Holdings, DXC Technology en General Electric.

Hof Hoorneman Phoenix Fund



In het derde kwartaal behaalde het Hof Hoorneman Phoenix Fund een resultaat van -3,1%, waardoor het rendement over de eerste drie kwartalen van 2019 uitkomt op 2,9%.

In het derde kwartaal heeft het Phoenix Fund een investering gedaan in de schuld van Carillion. Carillion was een Brits bouwbedrijf dat bezweken is onder slecht uitgevoerde projecten. Sinds januari 2018 is het failliet en is de prijs van de uitstaande leningen zeer hard gedaald, tot onder



de 5% van de hoogte van de claim. Op basis van onze analyse verwachten we dat er uit de boedel meer waarde komt dan het fonds heeft betaald voor de schuld.

Gedurende het kwartaal is een tweetal Britse preferente aandelen verkocht. Het preferente aandeel van Aviva met een dividendrendement van 8,375% en het preferente aandeel van General Accident (een dochter van Aviva) met een dividendrendement van 8,875% zijn op koersen ver boven par van de hand gedaan. De preferente aandelen Aviva zijn aangekocht toen Aviva deze dreigde af te lossen op 100 terwijl ze op dat moment aanzienlijk boven par handelden. Juridisch gezien zou deze aflossing disputabel zijn. Uiteindelijk heeft Aviva toch van deze plannen afgezien en zijn de koersen van de preferente aandelen weer redelijk hersteld en heeft het fonds van dat herstel geprofiteerd. Het resterende rendement op deze posities was voor Phoenix niet meer aantrekkelijk genoeg om ze aan te houden. Verder is de positie in de aandelen van Pacific Drilling verkocht. De markt verliest het vertrouwen in een snel herstel van de sector en daarmee werd de positie te risicovol gezien het feit dat Pacific Drilling ook na de herstructurering nog een redelijke schuldpositie heeft. De aandelen waren verkregen uit de herstructurering die vorig jaar is uitgevoerd.

Met de vrijgekomen gelden heeft het fonds onder andere een '1st lien' obligatie van hetzelfde Pacific Drilling aangekocht. De obligatie heeft een coupon van 8,375% en moet terugbetaald worden in oktober 2023. Hiermee is het verwachte rendement 11,5%. De lening heeft zeven relatief jonge boorschepen met hoge technische specificaties als onderpand. De totale omvang van deze lening is USD 750 miljoen en daarmee komt de schuld op USD 107 miljoen per boorschip. De nieuwe boorschepen zijn besteld tijdens de hoogtijdagen van de oliesector en kosten op dat moment nog USD 600 tot USD 800 miljoen dollar om te bouwen. Hoewel de waarde van deze schepen in de tussentijd gedaald is, geeft de waarde per schip ten opzichte van de schuld een aantrekkelijke 'margin of safety'. Bovendien heeft Pacific Drilling een grote kaspositie en een claim op Samsung Heavy Industries. Deze claim is ontstaan omdat een besteld boorschip niet op tijd geleverd is, terwijl Pacific Drilling al wel een aanbetaling had gedaan. Een uitspraak over deze kwestie wordt dit jaar nog verwacht.

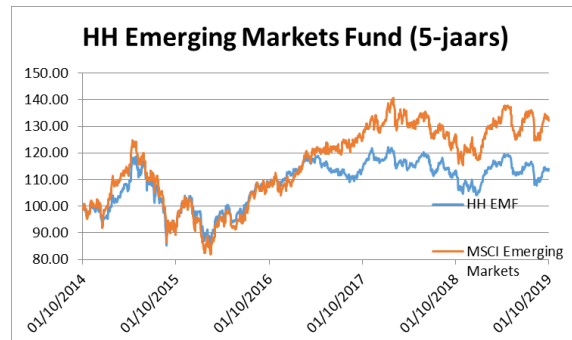
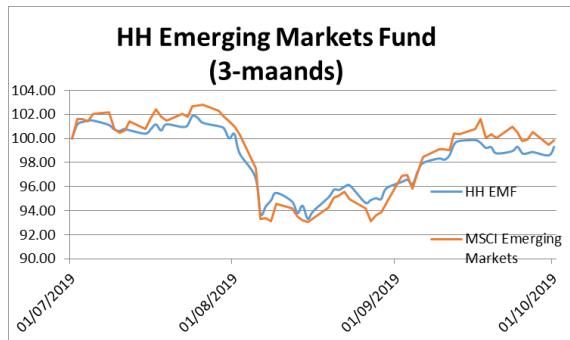
Daarnaast heeft het fonds met een flinke korting effecten bijgekocht van het internationale detailhandelsconcern Fortenova Group, dat is voortgekomen uit de lopende herstructurering van het voormalige Agrokor. Het bedrijf heeft een nieuwe kapitaalstructuur waarbij de voormalige obligatiehouders nu de facto deels aandeelhouder zijn geworden. De volgende stappen in het herstructureringsproces omvatten het afstoten van bepaalde bedrijfsonderdelen om de schuldenlast verder te verlagen en het efficiënter inrichten van de kernactiviteiten. Fortenova Group bezit supermarktketens in de Balkanregio, waar het binnen de individuele landen veelal marktleider is. Ondanks dat informatie uit de onderliggende business momenteel summier is, is de verwachting dat er in de toekomst een gezond bedrijf uit de huidige situatie voortkomt. De huidige resultaten lopen in ieder geval voor op het budget wat destijds bij de herstructurering is gepresenteerd.

Tot slot heeft het fonds een tweetal posities opgehoogd. Allereerst het belang in het voormalige Imtech, waarbij de resterende uitkering die nog verwacht wordt voor preferente crediteuren tussen de 10-15% ligt. Er bestaat nog een kans dat de curatoren roet in het eten gooien doordat ze een deel van het onderpand van deze leningen betwisten, maar na vier jaar zonder dat dit is voorgekomen wordt de kans hierop door ons als klein ingeschat. Mocht de zaak toch verloren worden dan zakt de verwachte opbrengst fors maar naar onze verwachting niet onder onze aankoopprijs. De tweede ophoging beslaat een positie in het Turkse Asya Sukuk. Asya is de zogenaamde 'Gülenbank' die na de coup poging in 2016 in afwikkeling is gezet. De stukken uit de



rechtbank gaven aan dat er eind 2016 nog eigen vermogen in zat, zelfs na forse afboekingen. De verwachting is dat hier terugbetalingen uit voort zullen vloeien.

Hof Hoorneman Emerging Markets Fund



In het derde kwartaal behaalde het Hof Hoorneman Emerging Markets Fund een rendement van -0.7%. Hiermee komt het rendement over de eerste negen maanden uit op 8,3%.

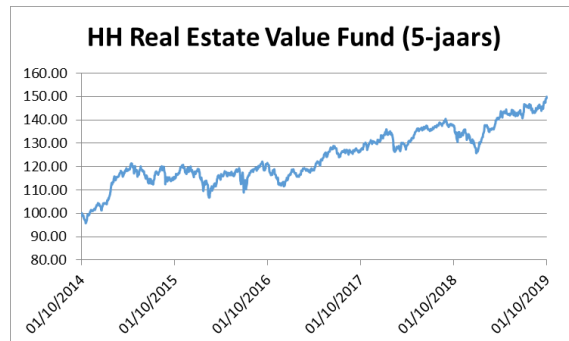
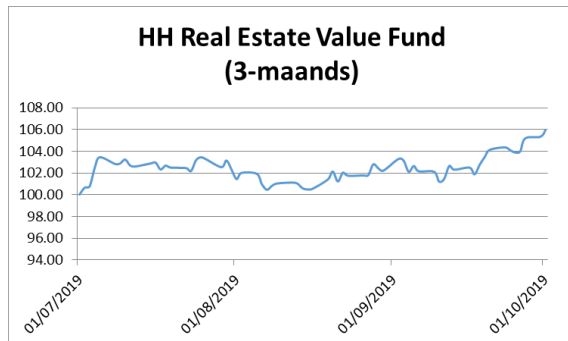
De ontwikkelingen in opkomende markten in het derde kwartaal werden voor een groot deel beïnvloed door valuta-ontwikkelingen. Ondanks een renteverlaging van de Fed bleef de Amerikaanse dollar sterk, zeker ten opzichte van de valuta's van opkomende markten. Het Hof Hoorneman Emerging Markets Fund heeft over het algemeen een lagere weging in landen met een relatief gevoelige valuta, Zuid-Afrika is daar een voorbeeld van. Door politieke onzekerheid, geweld tegen immigranten en een zwakke economie noteerde de Zuid-Afrikaanse index een stevig negatief rendement in het afgelopen kwartaal. Daarnaast blijven handelsspanningen tussen China en de V.S. invloed houden op de beurzen. Positieve uitschieters waren de aandelenmarkten van Taiwan en Turkije. In Turkije werden twee renteverlagingen doorgevoerd naar een niveau van 16,5% en is de groeiverwachting verhoogd. De Taiwanese markt trok aan onder leiding van de technologie-aandelen; deze markt kende een sterk kwartaal. In de portefeuille wordt dit ingevuld via het Taiwan Fund en iShares MSCI Taiwan Capped. Taiwanese bedrijven zijn voornamelijk gericht op de technologische sector en hebben baat bij de opkomst van 5G. Daarnaast werkt het handelsconflict in het voordeel van Taiwanese technologiebedrijven. Ten eerste kunnen deze bedrijven voordeel halen uit de Amerikaanse ban op Huawei. Ten tweede kunnen zij profiteren van Chinese bedrijven die minder afhankelijk willen zijn van Amerikaanse technologie en zoeken naar een alternatief. Het Taiwan Fund is een zogeheten closed-end fund dat op een korting van de nettovermogenswaarde handelt. De aanwezigheid van een activistische aandeelhouder vergroot de kans op het verkleinen van de korting wat voor extra rendement voor het fonds zou zorgen.

Atrium European Real Estate, een eigenaar van Oost-Europees vastgoed, handelde ook op een korting van de onderliggende waarde. Op 23 juli is er door de grootaandeelhouder van Atrium European Real Estate een bieding gedaan die een premie van 18% vertegenwoordigt. De verwachting is dat deze overname begin 2020 wordt afgerond.

Eind augustus zijn twee Chinese posities opgehoogd. Dit zijn Texhong Textile en Sanjiang Fine Chemicals, allebei aandelen die flink zijn gedaald na een minder eerste halfjaar. De langetermijnontwikkeling van beide bedrijven is echter degelijk. Texhong heeft als textielspeler last van de uitdagingen die het handelsconflict met zich mee brengt, maar heeft een belangrijk deel van de capaciteit in Vietnam staan en is verticaal aan het integreren. Sanjiang had matige halfjaarcijfers, niettemin verwacht het management van de onderneming voor de tweede helft van het jaar een flinke verbetering.



Hof Hoorneman Real Estate Value Fund



Het Hof Hoorneman Real Estate Value Fund kende in het derde kwartaal een rendement van 5,3% waardoor het rendement over de eerste negen maanden van 2019 uitkomt op 18,2%.

De vastgoedmarkten hebben een roerig kwartaal achter de rug. In de laatste weken van juli en begin augustus vielen de koersen terug, terwijl richting het einde van het kwartaal herstel optrad. Deze beweging was het duidelijkst zichtbaar in het Verenigd Koninkrijk.

De verschillende subsectoren lieten een vergelijkbaar rendement zien in het kwartaal behalve in het geval van retailvastgoed. De retailmarkt bleef voor het grootste gedeelte van het kwartaal aanzienlijk achter bij de vastgoedmarkt als geheel. In de tweede week van september draaide de markt in een paar dagen aanzienlijk en haalde het retailvastgoed de opgelopen achterstand in.

De rendementen in de vastgoedsector werden verder ondersteund door de fors dalende rentestanden. De ECB besloot gedurende het kwartaal weer verder te gaan verruimen om de economische vertraging op te vangen. De portefeuille van het fonds is gericht op bedrijven die hun financiering op orde hebben met lange financieringstermijnen en sterke balansen en profiteren daarom minder van verdere neerwaartse druk op de rentestanden. Vastgoed is echter door de veranderde renteverwachting wel een alternatief geworden voor beleggers die te weinig rendement vinden in de obligatiemarkt. Dit had positieve invloed op de koersen.

Gecina is gedurende het kwartaal in de portefeuille opgenomen. Dit Franse bedrijf heeft een brede portefeuille van zeer aantrekkelijk gepositioneerde kantoorpanden. Deze zijn verkrijgbaar voor een acceptabele waardering met een mooi dividendrendement.

Hembla is verkocht nadat Vonovia, ook een portefeuillepositie, aangaf een meerderheidsbelang te willen opbouwen in de onderneming. Doordat de waardering van Hembla hierdoor was opgelopen tot een niveau dat niet langer paste in de samenstelling van de portefeuille is besloten deze positie van de hand te doen.

Tevens is Eurocommerical Properties, die degelijke halfjaarcijfers rapporteerde, bijgekocht. De waardering van de onderneming was, in lijn met de retailmarkt als geheel, dusdanig teruggevallen dat een hogere waardering in de portefeuille gepast was. Ook Covivio is verder opgehoogd op basis van degelijke kwartaalcijfers.

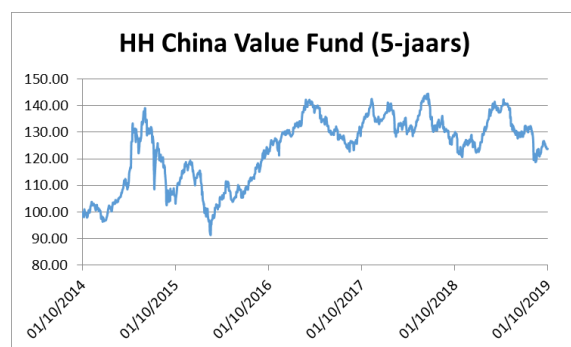
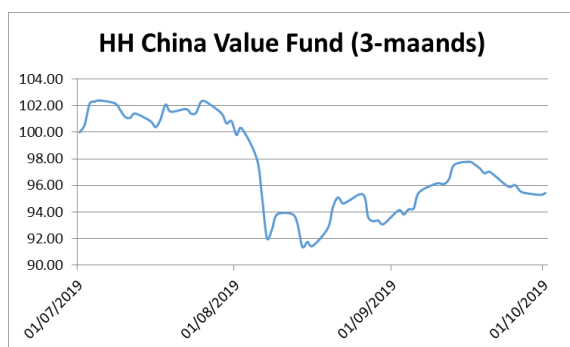
De Ierse vastgoedonderneming Green REIT is gedurende het kwartaal van de hand gedaan. Zoals in het vorige kwartaalverslag beschreven heeft deze onderneming besloten zichzelf in de etalage te zetten. De koers was inmiddels echter opgelopen tot een niveau waar eventueel verder



opwaarts potentieel niet opwoog tegen het neerwaarts risico van een mogelijke ongelukkige afwikkeling van het verkoopproces.

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

Hof Hoorneman China Value Fund



Het Hof Hoorneman China Value Fund heeft in het derde kwartaal een negatief rendement van 5,4% behaald. Hiermee komt het rendement over de eerste negen maanden uit op -0,1%.

De zorgen rond het handelsconflict tussen China en de Verenigde Staten zorgden voor een negatief sentiment op de aandelenmarkten. Dit negatieve sentiment werd versterkt door de anti-China protesten in Hongkong. Het uiteindelijke effect van beide factoren is op dit moment lastig in te schatten, maar wij denken dat de ondernemingen in het fonds goed gepositioneerd zijn om deze uitdagingen het hoofd te bieden.

Het afgelopen kwartaal zijn er een aantal wijzigingen binnen de portefeuille aangebracht. Zo hebben we onder andere Xinyi Glass aangekocht. Een belangrijk segment van Xinyi is de productie van autoruiten, waarvan een deel wordt geëxporteerd naar de Verenigde Staten. Deze producten worden sinds het uitbreken van het handelsconflict door de Verenigde Staten belast met een importheffing. De angst dat dit de verkopen en marges van Xinyi Glass negatief zal beïnvloeden heeft de koers van dit bedrijf hard geraakt. Onze verwachting is dat de impact echter beheersbaar zal zijn. De alternatieven van de Amerikaanse klanten zijn namelijk beperkt en Xinyi Glass is reeds aan het investeren in een fabriek buiten China. Deze nieuwe fabriek in Maleisië kan uiteindelijk worden gebruikt voor de export naar de Amerikaanse markt. Wij zien de koersdaling dan ook als een goed aankoopmoment.

Tevens is de positie in Texhong Textiles opgehoogd. Het handelsconflict zorgt voor het uitstellen van orders door de klanten van Texhong. Hierdoor kwam de winst in het eerste halfjaar van 2019 met ruim 20% lager uit dan in dezelfde periode een jaar eerder. De koers van het aandeel is echter veel sterker gedaald en dit zien we als een mooi moment om bij te kopen. Texhong is namelijk goed gepositioneerd (met ongeveer 40% van zijn capaciteit in Vietnam) om in te spelen op de veranderingen die het handelsconflict met zich meebrengt. Daarnaast heeft Texhong eind vorig jaar een interessante overname gedaan waarmee het een groter deel van de waardeketen bedient. Hiermee voegt de onderneming meer waarde toe en kunnen de marges worden

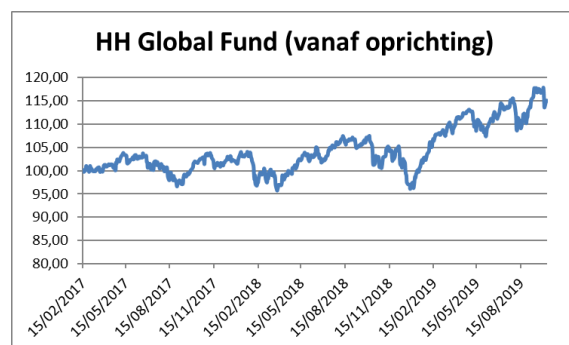
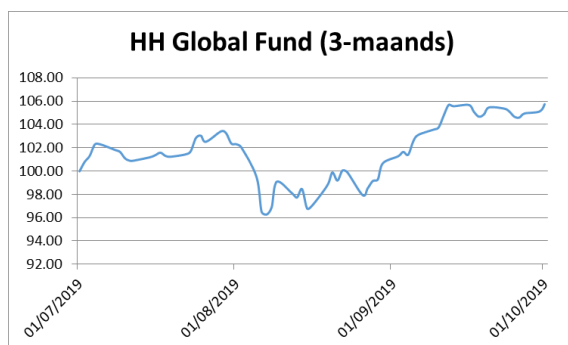


verbeterd. Dit zien wij als een belangrijke katalysator voor een hogere waardering in de toekomst.

Een aantal kleinere ondernemingen die een relatief goed koersrendement hebben behaald worden verkocht. Eén van deze ondernemingen verkoopt linnen en heeft geprofiteerd van de gestegen linnenprijs. Ons inziens een aantrekkelijk moment om winst te nemen en de opbrengst in andere ondernemingen te herinvesteren.

De lage waarderingen in combinatie met gezonde ontwikkelingen bij de bedrijven in portefeuille bieden een solide basis voor de komende periode. De ontwikkelingen omtrent het handelsconflict verhogen het risicoprofiel en de beweeglijkheid van de Chinese aandelenmarkten. De protesten in Hongkong hebben veelal geen effect op de economische waarde van onze beleggingen omdat veruit het grootste deel van de ondernemingen geen of nauwelijks omzet of productie heeft in Hongkong. Het kan echter wel een negatief effect hebben op het sentiment en de aandelenkoersen op de beurs van Hongkong.

Hof Hoorneman Global Fund



Het Hof Hoorneman Global Fund behaalde in het derde kwartaal een rendement van 5,0%, waardoor het rendement over de eerste negen maanden uitkomt op 20,9%. Hiermee wist het Global Fund de winst uit het eerste halfjaar goed vast te houden.

Ondanks het positieve rendement waren er ook enkele achterblijvers. Deze waren vooral te vinden in de hoek van de financiële instellingen, die last hebben van de voortdurende lage rente. Bij ABN Amro speelde daarnaast de angst voor een boete naar aanleiding van de aangifte van DNB bij het Openbaar Ministerie. Op de dag van het nieuws daalde de marktwaarde van ABN met maar liefst EUR 2 miljard. Dit lijkt een overreactie, hoewel een dividendverhoging hierdoor voorlopig mogelijk van tafel is. Ook Softbank liet een negatief rendement zien, door de mislukte beursgang van The We Company. Een andere achterblijver is Schlumberger, een oliedienstverlener die last heeft van de prijsdruk in de oliesector.

De grootste positieve bijdragen kwamen van Procter & Gamble, Ahold Delhaize en Vodafone. Procter & Gamble rapporteerde sterke jaarcijfers en weet een degelijke groei te realiseren en de marge te vergroten. Ahold Delhaize rapporteerde degelijke halfjaarcijfers. De koers herstelde van een daling in het tweede kwartaal. Vodafone is eerder dit jaar nog opgehoogd toen de koers onder druk lag. Het nieuwe management is gericht op het versterken van de balans en het creëren van aandeelhouderswaarde. Vodafone heeft een enorme portefeuille aan telecommasten. Momenteel worden hier forse prijzen voor betaald en het management wil deze middels een sale-and-leaseback constructie verkopen.



EssilorLuxottica en Zürich Financial Services zijn geheel verkocht. Het aandeel EssilorLuxottica heeft prima gerendeerd, terwijl de problemen in de top nog niet geheel zijn opgelost. De sterke balans is ingezet voor een verhoogd dividend en de overname van GrandVision. Zürich is een Zwitserse verzekeraar die sinds aankoop aantrekkelijke dividenden heeft betaald. Nadat de aandelenkoers in september behoorlijk opliep achtten wij het koersdoel bereikt.

Een nieuwe positie is Berkshire Hathaway. Dit investeringsvehikel van Warren Buffett bezit een aantrekkelijke collectie bedrijven, zowel in volledige eigendom als beursgenoteerd. De kern van Berkshire bestaat uit verschillende verzekeraars met sterke marktposities. De balans van Berkshire is altijd sterk geweest. Momenteel staat er meer dan USD 100 miljard aan kas op de balans, in afwachting van aantrekkelijk gewaardeerde kansen.

Hof Hoorneman Mix Fondsen Defensief

Hof Hoorneman Mix Fondsen Defensief heeft in het derde kwartaal van 2019 een rendement behaald van 0,8%. Het Mix Fonds belegt voornamelijk via de door Hof Hoorneman beheerde beleggingsfondsen in aandelen en obligaties van bedrijven die na zorgvuldige analyse zijn geselecteerd. Het rendement is een afspiegeling van de rendementen van de fondsen waarin het fonds belegt is.



De verdeling per ultimo kwartaal was als volgt:

Beleggingsfonds	Weging per ultimo kwartaal
Hof Hoorneman Obligatie Fonds	54,0%
iShares Euro Corporate Bond Large Cap ETF	24,1%
Hof Hoorneman Value Fund	4,7%
Hof Hoorneman Global Fund	4,6%
Hof Hoorneman Income Fund	4,3%
Hof Hoorneman European Value Fund	2,4%
Hof Hoorneman Real Estate Value Fund	1,9%
Hof Hoorneman Phoenix Fund	1,2%
Hof Hoorneman China Value Fund	1,1%
Hof Hoorneman Emerging Markets Fund	0,6%
Liquide middelen	1,1%

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 derde 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 belegd is.



De verdeling per ultimo kwartaal was als volgt:

Beleggingsfonds	Weging per ultimo kwartaal
Hof Hoorneman Obligatie Fonds	45,5%
Hof Hoorneman Value Fund	11,1%
Hof Hoorneman European Value Fund	9,0%
Hof Hoorneman Global Fund	8,6%
Hof Hoorneman Real Estate Value Fund	8,7%
Hof Hoorneman Income Fund	5,5%
Hof Hoorneman Phoenix Fund	5,0%
Hof Hoorneman China Value Fund	4,4%
Hof Hoorneman Emerging Markets Fund	2,1%
Liquide middelen	0,1%

Het neutrale profiel komt tot uiting in een gebalanceerde weging van het Hof Hoorneman Obligatie Fonds enerzijds en fondsen met een groter opwaarts potentieel en een hoger risicoprofiel anderzijds. 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 derde kwartaal van 2019 een rendement behaald van 0,2. 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 belegd is.





De verdeling per ultimo kwartaal was als volgt:

Beleggingsfonds	Weging per ultimo kwartaal
Hof Hoorneman Value Fund	17,0%
Hof Hoorneman European Value Fund	13,6%
Hof Hoorneman Global Fund	13,0%
Hof Hoorneman Obligatie Fonds	11,6%
Hof Hoorneman Real Estate Value Fund	13,5%
Hof Hoorneman Income Fund	8,5%
Hof Hoorneman China Value Fund	8,0%
Hof Hoorneman Phoenix Fund	7,3%
Hof Hoorneman Emerging Markets Fund	4,0%
Liquide middelen	3,5%

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.