



Nieuwsbrief Hof Hoorneman Beleggingsfondsen

In deze nieuwsbrief over het vierde kwartaal van 2018 informeren wij u over de ontwikkelingen van onze beleggingsfondsen. In onderstaande tabel vindt u de rendementen van de Hof Hoorneman beleggingsfondsen per 31 december 2018.

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

Zelf beleggen online in beleggingsfondsen met de Hof Hoorneman Rekening:

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

Laten beleggen online met de Vermogensopbouw Rekening:

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

Peildatum 31 december 2018	Rendement 4^e kw. 2018	Rendement 12-maands	Rendement 3-jaars*	Rendement 5-jaars*
HH Value Fund	-10,7%	-12,6%	1,6%	4,2%
HH Income Fund	-3,0%	-3,2%	5,6%	6,8%
HH European Value Fund	-12,6%	-15,2%	0,2%	3,7%
HH Obligatie Fonds	-0,7%	-1,4%	0,9%	1,9%
HH Phoenix Fund	-5,7%	-1,5%	10,1%	13,8%
HH Emerging Markets Fund	-6,8%	-10,8%	2,4%	1,6%
HH Real Estate Value Fund	-7,8%	-5,0%	2,2%	7,6%
HH China Value Fund	-4,3%	-9,7%	2,4%	4,9%
HH Global Fund**	-8,8%	-4,0%	-	-

De genoemde rendementen zijn gebaseerd op intrinsieke waarde conform berekening per 31 december 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 Global Fund wordt het rendement sinds oprichting 14 februari 2017 vermeld.



Algemene en macro-economische ontwikkelingen

Het beursjaar 2018 was het lastigste beursjaar sinds 2011 en in veel markten zelfs het meest negatieve jaar sinds 2008. Ondanks de rode cijfers op de koersoverzichten waren de macro-economische ontwikkelingen op het eerste gezicht niet slecht. Wel zijn er signalen dat de economische groei afzwakt en waren er verscheidene geopolitieke ontwikkelingen die beleggers bezighielden.

Belangrijke ontwikkelingen waren een toename van protectionisme, met name tussen de Verenigde Staten en China, de uitonderhandeling van de brexit en de begrotingsperikelen van Italië. Deze ontwikkelingen kunnen we alle scharen onder 'economisch nationalisme'.

Het opvoeren van handelsrestricties door de V.S. heeft vooralsnog voornamelijk de Amerikaanse autobouwers, sojaboeren en in beperkte mate de consumenten geraakt. In China vertraagde de economie, niet alleen door handelsrestricties, maar ook door beleid van de Chinese overheid om kredietgroei in te dammen. Dit is onder andere te merken in de automotivesector.

De brexit-perikelen waren de afgelopen maanden buitengewoon ingewikkeld. Een initiële deal tussen het Verenigd Koninkrijk en de Europese Unie zorgde voor een direct vertrek van de brexit-minister en twee andere kabinetsleden waaronder de verantwoordelijke voor de Noord-Ierse kwestie. Niet alleen loopt het Verenigd Koninkrijk aan tegen een hachelijke onderhandelingspositie, maar ook tegen het feit dat de uiteindelijke doelstelling niet volledig duidelijk is. Dit vormde een van de grootste problemen bij de onderhandelingen; de stemmer heeft duidelijk gemaakt wat hij niet wil, maar er is geen concrete keuze gemaakt over hoe de toekomst er wél uit moet komen te zien. De uiteindelijke oplossing zou een Zwitsers of Noors model kunnen zijn, maar ook verdere economische distantieering is niet uit te sluiten.

Ook in Italië liep de spanning met de EU op. De Europese Unie heeft namelijk voor het eerst de stap genomen om de begroting van een van de lidstaten af te keuren. In eerste instantie toonde de Italiaanse regering weinig bereidheid om de plannen aan te passen aan de wens van Brussel. Uiteindelijk heeft Italië ingebonden door het beoogde begrotingstekort te verlagen van 2,4% naar 2%. Interessant genoeg is het nu Frankrijk, dat door toe te geven aan de 'gele hesjes'-beweging het verwachte begrotingstekort op 3,2% ziet uitkomen, boven de EU-grens van 3%. Daarbij moet wel aangetekend worden dat de overheidsschuld ten opzichte van de economie van Frankrijk gezonder is dan die van Italië.

De meest plausibele verklaring voor de opkomst van economisch nationalisme is een protest tegen de nadelen van verregaande globalisering en automatisering. Dit resulteert in een afgenomen sociale mobiliteit en een onvermogen voor een deel van de lager opgeleiden om met hard werken hun kinderen een betere toekomst te geven. De verwisselbaarheid van arbeid voor kapitaal is fors toegenomen. Daarnaast zorgt het wegnemen van handelsrestricties en efficiëntere logistiek ervoor dat fabrieken heel kostenbewust van locatie kunnen wisselen. Dit heeft de machtsbalans tussen arbeid en kapitaal behoorlijk veranderd. Hoewel het voorlopige resultaat van economisch nationalisme de problemen van deze bevolkingsgroep niet lijkt op te lossen, is de onderliggende onvrede wel degelijk van belang. Het maakt de economische omgeving volatieler dan de laatste jaren. De weg naar



meer sociale - en dientengevolge ook meer economische - stabiliteit is nog onbekend, maar een aanpassing aan de status quo lijkt waarschijnlijk.

De economieën van ontwikkelde markten hebben te maken met een behoorlijke groeivertraging die in de tweede helft van 2018 begonnen is. Hierdoor hebben aandelenmarkten een zeer slecht vierde kwartaal gehad. Nadat de Chinese aandelenmarkt al in het tweede kwartaal begon te dalen, bleken de genoemde geopolitieke ontwikkelingen, onrust rond Trump en een renteverhoging in de V.S., toch teveel voor de Europese en Amerikaanse aandelenmarkten. In december viel dit samen met een traditioneel beperkte liquiditeit op de financiële markten. Ook de populaire Amerikaanse techbedrijven daalden vanaf de top met tientallen procenten. Het feit dat enkele van deze aandelen het jaar toch nog met een positief rendement afsloten geeft aan hoe hard deze waren opgelopen.

Het was opvallend dat de aandelenmarkten in de Verenigde Staten het goed deden in de eerste negen maanden van 2018. De voornaamste oorzaak hiervoor ligt in kapitaalstromen en belastingverlagingen voor het bedrijfsleven. Door verschillende maatregelen was het voor Amerikaanse ondernemingen aantrekkelijk geworden om kapitaal te repatriëren. Daarnaast vloeide er kapitaal naar de V.S. door de verhoogde rente en doordat de federale overheid veel schuld papier uitgeeft. Omdat Amerika nog altijd met afstand de grootste bron van buitenlandse investeringen in vrijwel iedere andere markt is, zorgden grootschalige kapitaalstromen met name in opkomende markten voor aanzienlijke ontwrichtingen.

De ontwikkelingen in de rentemarkten laten een groot verschil zien tussen de eurozone en de V.S. De eerste renteverhogingen vanuit de ECB komen dichterbij terwijl de Federal Reserve inmiddels al ver gevorderd is in het normaliseren van het monetaire beleid. De economische omstandigheden en schuldposities van veel Zuid-Europese landen zullen ervoor zorgen dat het ECB-beleid bij het normaliseren van de rente veel geleidelijker zal zijn.

In de V.S. is de rente in december wederom met 25 basispunten verhoogd. De centrale bank toont zich hiermee onafhankelijk van de politiek aangezien de Amerikaanse president duidelijk zijn ongenoegen had geuit over een renteverhoging. Op basis van het stemgedrag van beleidsmakers van de Federal Reserve is het aantal verwachte renteverhogingen voor 2019 door afzwakkende economische groei wel verlaagd van drie naar twee. In de financiële markten wordt echter al geen rekening meer gehouden met renteverhogingen in 2019 en zelfs met renteverlagingen in 2020.

Vooruitzichten

Economische vooruitzichten zijn altijd onzeker. Tot voor kort werd voor deze onzekerheid een hoge prijs betaald en was in een aantal markten, zoals in de V.S., geen sprake van een veiligheidsmarge. Inmiddels zijn aandelenwaarderingen aantrekkelijker geworden, hoewel de Amerikaanse aandelenmarkt nog aan de dure kant is. Dat levert juist nu kansen op voor beleggers met een selectief en gedisciplineerd beleggingsbeleid.

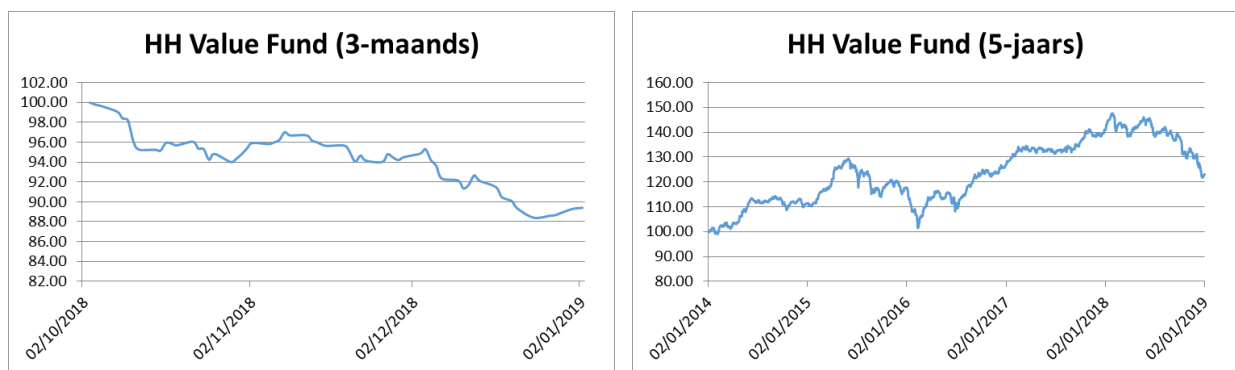
Aan de vastrentende kant zien we met bovengemiddelde risicopremies, maar zeer lage rentes, een gemengd beeld. Het oplopen van de risicopremies zorgt er wel voor dat er veel meer mogelijkheden zijn voor obligatiebeleggers.



Het meest opmerkelijk zijn de waarderingen in opkomende markten. Deze staan op een dieptepunt van het afgelopen decennium. Dit ondanks een, in grove lijnen, transitie naar transparantie, toegenomen behartiging van aandeelhoudersbelangen en een hogere groei ten opzichte van ontwikkelde markten.

Kortom, het nieuwe jaar biedt interessante risico-rendementsproposities voor Value-beleggers met een lange termijnhorizon.

Hof Hoorneman Value Fund



Het Hof Hoorneman Value Fund heeft in het vierde kwartaal van 2018 een rendement behaald van -10,7%, waardoor het rendement over geheel 2018 -12,6% bedraagt.

In het door het Value Fund behaalde rendement over het vierde kwartaal speelde met name de groeivertraging in de wereldeconomie een rol, naast veranderingen in het monetaire beleid in de Verenigde Staten en Europa. Dit resulteerde in een stevige daling van aandelenkoersen. Ook bij bedrijfsobligaties leidde dit tot stijgende risicopremies en daarmee lagere koersen. Hoewel lagere koersen op korte termijn vervelend zijn, bieden deze ook mogelijkheden daar waar de beurs specifieke ondernemingen of leningen te hard afwaardeert.

Het Value Fund belegt al enkele jaren in Phoenix Group Holdings. Dit is een Britse verzekeraar die zich richt op het uitwinnen van (levens-) verzekeringsportefeuilles. Verzekeringsproducten zijn door regelgeving en de huidige lage rentes niet interessant, maar de inherente verplichtingen absorberen wel veel kapitaal. Dit maakt dat veel verzekeraars deze portefeuilles willen verkopen om zodoende kapitaal vrij te maken. Phoenix is door haar sterke balans in staat deze 'gesloten' portefeuilles op te kopen en te integreren in haar platform. Door kapitaal vrij te spelen en kosten te beheersen worden zeer interessante rendementen met een relatief laag risico gemaakt. De beleggingen die de toekomstige uitkeringen aan klanten moeten borgen zijn defensief van aard en worden zoveel mogelijk gematcht en indien nodig afgedekt. Het management heeft een zeer sterk trackrecord in het uitwinnen van deze portefeuilles en weet keer op keer haar kasstroomdoelstellingen te realiseren. Een fors deel hiervan wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders wat nu resulteert in een dividendrendement van ruim 7%. De solvabiliteit is goed en de sensitiviteit tot de kapitaalmarkten goed beheersbaar.

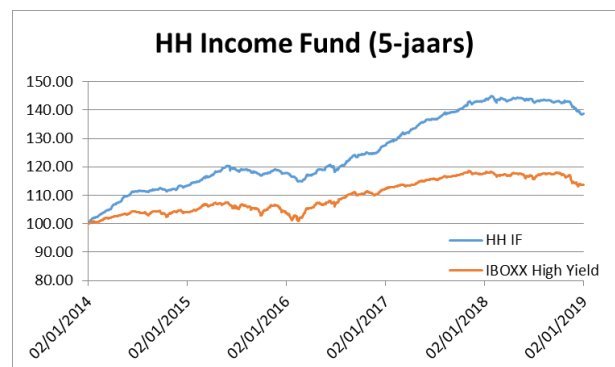
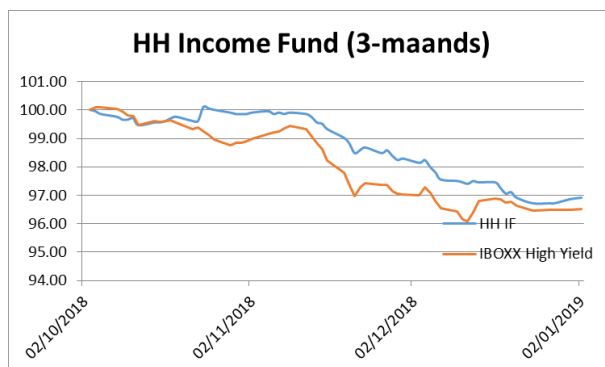


Bluewater heeft gebruik gemaakt van de call optie om de uitstaande 10% USD 400 miljoen obligatie vervroegd af te lossen. Deze lening is vervangen door een USD 240 miljoen obligatie met een coupon van wederom 10%. De vloot van vijf technisch geavanceerde FPSO's (floating production storage & offloading) dekt de lening tweemaal en heeft een groot orderboek. Tijdens het proces van de herfinanciering daalde de olieprijs van ruim USD 85 dollar per vat Brent olie in oktober naar rond de USD 55 dollar in december. Deze recente volatiliteit heeft ervoor gezorgd dat de obligatie op een koers van 94 aangekocht kon worden in plaats van een koers van 100. Een mooie korting, met een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding.

De grote positie in Golden Close is buitengewoon plezierig afgewikkeld nadat het schip voor USD 263 miljoen is verkocht. Onze eerste aankoop plus bijbehorende kapitaalbijdrage was USD 130 miljoen; kortom, deze positie is grofweg verdubbeld in anderhalf jaar tijd. De twee uitstaande leningen werden begin december afgelost, het restbedrag werd eind december gestort. Tot slot zijn de leningen van Bluewater en Jacktel afgelost waarbij we ons hebben ingeschreven op beide nieuwe leningen. Die van Bluewater werd tegen een tarief van 12% in de markt gezet, de USD-lening van Jacktel tegen 10%.

Daarnaast is bijgekocht in Shui On Land. Shui On is een 'prime' vastgoedontwikkelaar en eigenaar van o.a. Xintiandi. Xintiandi is een commercieel gebied met restaurants en winkels op een van de beste locaties in Sjanghai, waar we in oktober een rondleiding hebben gehad. Een deel van Xintiandi is nog in ontwikkeling. Shui On heeft de afgelopen periode de schuld verlaagd en het dividend verhoogd en richt zich de komende tijd op verhoging van de huurinkomsten. De beurskoers van Shui On impliceert een 70% korting op de netto activawaarde en een dividendrendement van 7%.

Hof Hoorneman Income Fund



Het Hof Hoorneman Income Fund behaalde in het vierde kwartaal een rendement van -3,0%, waardoor het rendement over geheel 2018 -3,2% bedraagt.

De financiële markten hebben het afgelopen kwartaal een duidelijke toename in volatiliteit gezien. Zaken als de toegenomen geopolitieke spanningen, de naderende brexit-ontknoping, veranderingen in monetair beleid van de centrale banken en twijfels over hoe lang deze economische cyclus nog voortduurt creëren nerveuze beleggers. Dit heeft gezorgd voor stijgende risicopremies, zeker voor hoogrenderende obligaties, en daarmee lagere koersen. Dit biedt echter ook weer mogelijkheden om obligaties aan te kopen die (te) ver naar



beneden zijn doorgeschoten of nieuw uitgegeven leningen waarbij de uitgevende instelling de beleggers heeft moeten paaien met aantrekkelijke voorwaarden.

In het vierde kwartaal is een positie aangekocht in een lening van Floatel International, een leidende speler binnen de hoogwaardige offshore accommodatie sector. De naam zegt het eigenlijk al, Floatel: floating hotel, oftewel drijvend hotel. Het bedrijf bezit en exploiteert een moderne vloot van vijf platforms die met name geschikt zijn voor de barre omstandigheden in de Noordzee. Deze gespecialiseerde vloot kan tijdens meerdere fasen van olie-exploratie en -productie worden ingezet. De coupon van 9% biedt een mooie vergoeding tegenover de risico's die het beleggen in deze sector met zich mee brengt. De huidige contracten van de platforms bieden voor de nabije toekomst een solide kasstroom, waarmee deze obligatie zonder problemen aan zijn betalingsverplichtingen zou moeten kunnen voldoen. Daarnaast biedt de waarde van de vloot een ruime dekking tegenover de hoogte van de schulden. Dit onderpand biedt bescherming mocht het bedrijf toch onverwachts in financiële problemen komen.

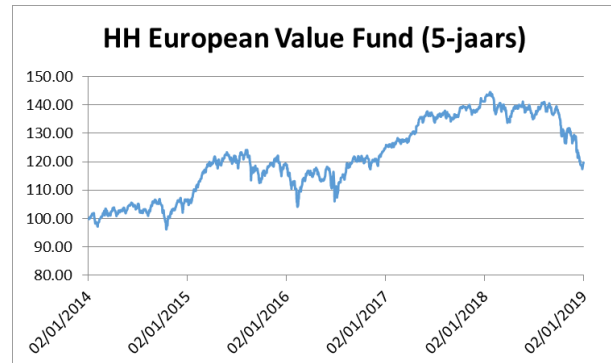
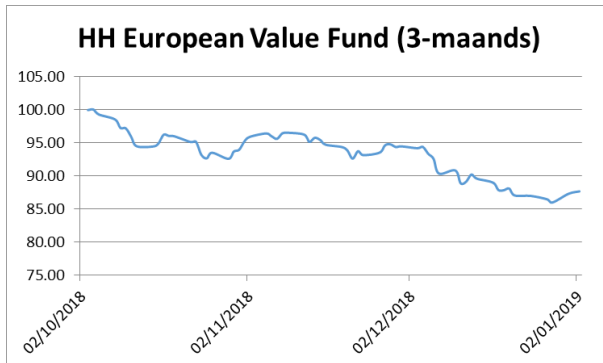
Voor het fonds is ook een positie aangekocht in een lening van Songa Container. Deze low-cost shipping operator is gespecialiseerd in het feedersegment, bestaande uit schepen die tot 3000 containers kunnen vervoeren. Songa heeft een relatief jonge vloot met 15 van deze feederschepen. Vanaf 2020 verbiedt de International Maritime Organisation de scheepvaartsector om bunkerolie te gebruiken met een zwavelgehalte dat hoger ligt dan 0,5%. Bunkerolie met een laag zwavelgehalte is echter een stuk duurder, historisch gezien (1991-2018) ligt dit verschil op ongeveer USD 169 per ton brandstof. Een alternatief is om zogenaamde scrubbers in de schepen te installeren; deze zijn in staat om de zwavel uit de bunkerolie filteren. Met deze scrubbers kunnen schepen gebruik blijven maken van de goedkopere bunkerolie met een hoger zwavelgehalte. Binnen het huidige feedersegment is momenteel slechts 3% van de schepen uitgerust met scrubbers. Songa heeft de lening met een 8,8% coupon geplaatst om onder andere de scrubbers te installeren en hiermee zijn concurrentiepositie te verbeteren.

Tevens is er voor het fonds een lening van Tele Columbus aangekocht. Tele Columbus is de op twee na grootste kabelaar van Duitsland. De aangeboden diensten omvatten kabel TV, breedband internet en vaste telefonie. De overgrote meerderheid van de Tele Columbus-abonnees zijn huurders in appartementencomplexen die eigendom zijn van woningcorporaties. Ongeveer 65% van de abonnees heeft een bulkcontract, waarbij de woningcorporaties Tele Columbus direct betalen en dit vervolgens maandelijks doorberekenen aan de huurders. Deze langjarige contracten zorgen voor een stabiele inkomstenstroom. In 2015 heeft het bedrijf kabelaars nummer vier en vijf in Duitsland overgenomen. Het integratieproces verliep zeer moeizaam, waarbij het management de focus op de markt verloor en de marges terugliepen. Hierdoor was het mogelijk de uitstaande lening op een aantrekkelijke korting te kopen. Inmiddels is de integratie afgerond en is het de verwachting dat de zelf veroorzaakte problemen worden opgelost.

Overige mutaties betreffen de aankoop van een positie in de Norddeutsche Landesbank, ophoging van de posities in Fortis, Aegon en Achmea, verkoop van posities in Frontier, Polarcus, Liverpool Victoria Friendly Society, Golden Close, Okea en E. Forland en het doorrollen van de bestaande posities in Jacktel en Bluewater. Bluewater en Jacktel hebben de oude lening afgelost en een nieuwe lening in de markt gezet.



Hof Hoorneman European Value Fund



Het Hof Hoorneman European Value Fund heeft over het vierde kwartaal van 2018 een rendement behaald van -12,6%, waardoor het rendement over geheel 2018 -15,2% bedraagt.

Het vierde kwartaal was voor het European Value Fund een lastig kwartaal en ons beleid gaf niet het gewenste resultaat, ondanks dat vanuit de meeste ondernemingen in de portefeuille zeer degelijke tot goede cijfers rapporteerden. Ook de vooruitzichten van de rapporterende bedrijven zijn, ondanks alle onzekerheden, goed.

De samenloop van lagere groeiverwachtingen, brexit, de handelsoorlog, de instabiele politieke situatie in de Verenigde Staten gecombineerd met het monetaire beleid van de Federal Reserve, zorgden ervoor dat risicovolle beleggingen (zoals aandelen) massaal van de hand werden gedaan. Dit maakt dat met name de kleinere ondernemingen en posities met een hoger risicoprofiel het moesten ontgelden. Dit type beleggingen is, ondanks het potentieel, gevoeliger in het huidige beleggingsklimaat. De grote defensieve ondernemingen zoals Ahold, Sanofi, Vodafone, Henkel, Compass Group en ABB bleven relatief goed liggen en presteerden in lijn met de verwachtingen.

Belangrijk is dat onze verwachtingen met betrekking tot individuele posities onverminderd positief zijn en dat de koersdalingen kansen bieden om bestaande posities tegen aantrekkelijke waarderingen verder te vergroten. Daarnaast biedt de huidige markt veel nieuwe kansen om onze doelstellingen voor de langere termijn te borgen. De selectiecriteria van aandelen zijn onveranderd en vinden plaats op basis van waardering, marktpositie, balans en vrije kasstromen (of potentieel daartoe). De samenstelling van de portefeuille moet op lange termijn zorgdragen voor aantrekkelijke rendementen tegen een benedengemiddeld risico.

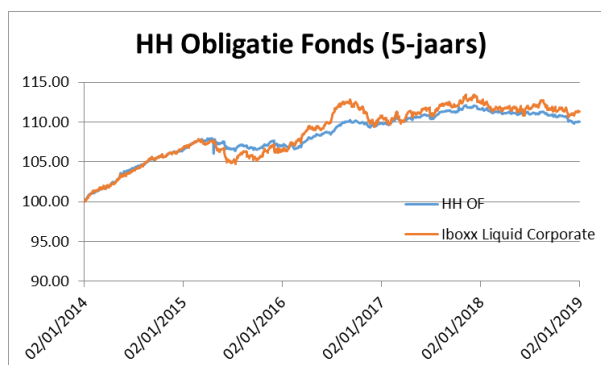
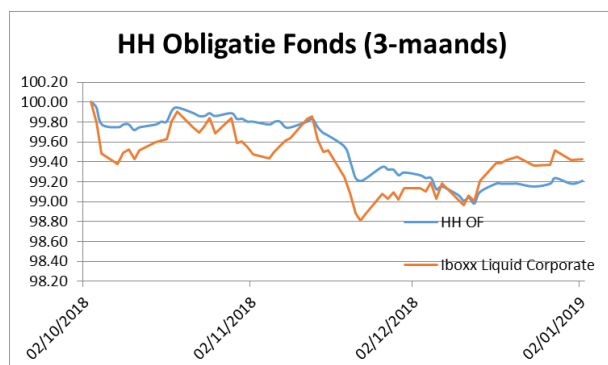
In het laatste kwartaal zijn de posities in Ordina, Signify, Atos, ASML Holding, easyJet, Bayer en AIB verder vergroot. Nieuw in de portefeuille is BESI. Deze Nederlandse fabrikant van chipmachines profiteert enerzijds van de hogere eisen met betrekking tot het 'verpakken' van chips en anderzijds van de steeds groter wordende beschikbare markt voor hun machines. De marktpositie van BESI is zeer sterk en ondanks de onzekerheden voor de korte termijn zien wij veel opwaarts potentieel.



De positie in Ordina is in twee stappen opgebouwd. Ordina is een ICT-dienstverlener met een sterke lokale positie in Nederland en België. In Nederland zijn de vooruitzichten goed aangezien de overheid en financiële instellingen nog veel uitdagingen kennen met betrekking tot de verdere digitalisering van processen. In België heeft Ordina een sterke klantenbasis binnen de farmaceutische industrie. Omzetgroei is daarom te verwachten, temeer omdat de uurtarieven stabiel zijn. De uitdaging voor Ordina is echter deze omzet zoveel mogelijk met eigen personeel uit te voeren in plaats van met externe inhuur. De marges zijn in het eerste geval namelijk veel aantrekkelijker. Om dit te realiseren dient het aantrekken van nieuw talent te verbeteren en het personeelsverloop af te nemen. Het derde kwartaal liet hierin voor het eerst een lichte verbetering zien.

De positie in ASR is geheel verkocht op een koers van ruim EUR 41. Wij zagen na de toelichting op de nieuwe plannen tijdens de aandeelhoudersdag onvoldoende opwaarts potentieel. De posities in BBGI, Nokia, Compass Group, Origin en Sanofi zijn afgebouwd. Deze posities hebben alle goed geredeneerd en er is besloten de winsten voor een deel te verzilveren en te herbeleggen in ondernemingen met meer opwaarts potentieel.

Hof Hoorneman Obligatie Fonds



Het Hof Hoorneman Obligatie Fonds heeft het vierde kwartaal met een rendement van -0,7% afgesloten, waardoor het rendement over geheel 2018 -1,4% bedraagt. Onderliggend is de rentegevoeligheid nog steeds laag met ongeveer 3,9%.

Het Hof Hoorneman Obligatie Fonds heeft het vierde kwartaal met een licht negatief rendement af moeten sluiten. De benchmark liet een grotere volatiliteit zien en presteerde iets beter.

In december is de Amerikaanse rente voor de vierde keer in 2018 verhoogd. De Federal Reserve schroefde de rente ondanks de kritiek van de Amerikaanse president in het vierde kwartaal omhoog naar een bandbreedte van 2,25% tot 2,50%. Tegelijkertijd werd aangegeven dat we aan het einde van de rentecyclus zitten en dat er, voor zover nu te voorzien, in de toekomst minder verhogingen in het verschiet liggen. Zowel in Europa als in de V.S. daalde de 10-jaars rente in reactie op deze berichtgeving. Doordat in de V.S. de 10-jaars rente harder is gedaald dan de 2-jaars rente, bedraagt het verschil tussen die twee momenteel slechts 0,18%. Hierdoor ligt een inverse rentecurve op de loer. Zo'n omgekeerde



rentecurve kan een voorbode zijn van een economische recessie. Zover is het gelukkig nog niet.

De Italiaanse rente is in het vierde kwartaal gedaald. Het verschil met de Duitse rente is hierdoor afgenomen. Dat komt mede doordat de Italiaanse regering haar plannen dusdanig heeft aangepast dat het beoogde begrotingstekort op 2% in plaats van op 2,4% uitkomt. Daardoor lijkt het conflict over de Italiaanse begroting tussen Brussel en Rome voorlopig opgelost.

De negatieve performance van het Hof Hoorneman Obligatie Fonds werd met name veroorzaakt door afzwakkende economische groei, de onzekerheid rondom brexit en de handelsoorlog tussen de V.S. en China. Theresa May overleefde een motie van wantrouwen en heeft de stemming van het Britse Lagerhuis over het brexit-akkoord verzet naar 14 januari. Met betrekking tot de handelsoorlog tussen de V.S. en China is er een wapenstilstand. Hierdoor zullen er tijdelijk geen nieuwe importheffingen worden ingevoerd en is er tijd om te onderhandelen over een handelsakkoord. Door de toegenomen economische onzekerheid lagen de obligatiekoersen ondanks de dalende rente over een breed front onder druk. Per saldo zijn in het vierde kwartaal de risico-opslagen op investment-grade obligaties met 0,4%-punt toegenomen wat ceteris paribus betekent dat de koersen ongeveer met 2% zullen dalen. Aangezien de rente met ruim 0,2 procentpunt daalde werd de helft van het verlies gecompenseerd, maar dat was niet voldoende om het kwartaal positief af te sluiten.

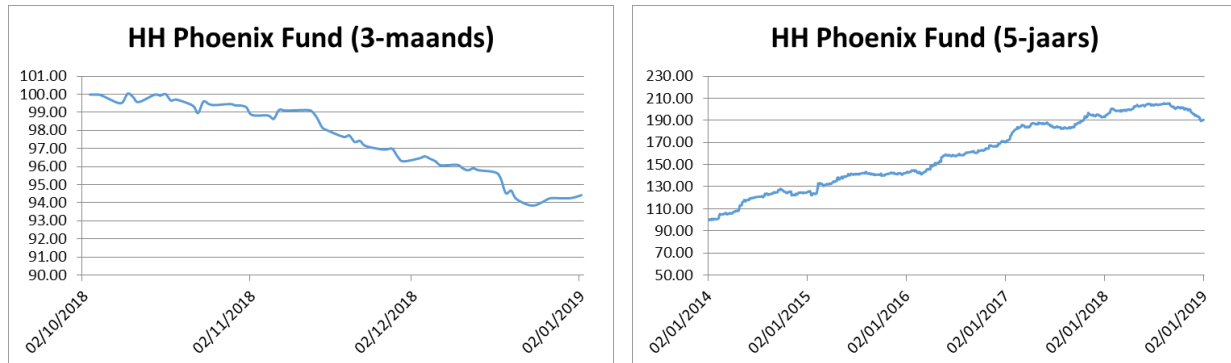
Binnen de portefeuille van het Obligatie Fonds zijn een aantal transacties doorgevoerd. Er is een positie genomen in een obligatie van AB-InBev. De Belgische bierbrouwer heeft een hoge winstmarge en grote stabiele cashflows. Door de overname van SABMiller zijn de schulden van AB-InBev aan de hoge kant. De verwachting is dat de bierbrouwer deze de komende jaren zal reduceren. Vanwege het aantrekkelijke rendement is de obligatie toegevoegd aan de portefeuille. Daarnaast is een positie genomen in de 8,125% Orange 2033 lening, de 2,375% Vivat 2024 lening en de 1,125% BMW Finance 2028 lening.

In november zijn de 1,5% Deutsche Pfandbriefbank 2019, de 5,325% Van Lanschot Bankiers Floater 2021 en de 2% Grand City Properties 2021 verkocht. De obligatie van Grand City Properties is verkocht omdat Grand City een bieding had gedaan op zijn eigen lening. Hierdoor is de obligatie door ons met een mooie premie van de hand gedaan en was er ruimte om de 1,5% Grand City Properties 2025 aan te schaffen.

De bovenstaande transacties hebben de looptijd van de portefeuille met 0,4 jaar verhoogd naar 3,9 jaar en tevens is het effectief rendement gestegen naar 1,3%. Vanwege de onrust in de markt zijn de risico-opslagen behoorlijk en daardoor zijn obligaties met een langere looptijd aantrekkelijker geworden. Ten opzichte van de benchmark is de looptijd nog steeds aan de lage kant, waarmee de portefeuille relatief beschermd blijft tegen significante rentestijgingen of oplopende risicopremies.



Hof Hoorneman Phoenix Fund



In het vierde kwartaal behaalde het Hof Hoorneman Phoenix Fund een resultaat van -5,7% waardoor het rendement over geheel 2018 -1,5% bedraagt.

Het vierde kwartaal viel voor vrijwel alle markten tegen en ook het Phoenix Fund kon zich daar niet aan onttrekken. Met name de posities in de oliesector hadden te lijden onder de scherp gedaalde olieprijs. Hoewel in een aantal gevallen al winst was genomen (bijvoorbeeld Ocean Rig) of er geen risico meer bestond vanwege de onderliggende contracten (Bluewater en Jacktel) zijn een paar posities zwaar geraakt. Dit betreft met name de situaties waar de schulden net omgeruild waren voor aandelen. In één specifiek geval (Pacific Drilling) waren we in september, ten tijde van een (Brent) olieprijs van USD 80, akkoord gegaan met het voorstel tot schuldverlichting maar was de uiteindelijke implementatie van het akkoord met bijbehorende levering van de aandelen pas in december toen de olieprijs rond USD 55 noteerde.

De gedaalde koersen in het vierde kwartaal hebben echter wel weer mogelijkheden gecreëerd en we zijn dan ook mondjesmaat begonnen met het opbouwen van nieuwe posities.

De Kroatische supermarktketen Agrokor is na grootschalige fraude bijna gefailleerd, maar is door de schuldeisers (en de overheid) gered. De Kroatische overheid heeft zelfs een wet (de Lex Agrokor) ingevoerd om deze onderneming, met een omvang die goed is voor 15% van de economie, voor de ondergang te behoeden. Schuldeisers hebben noodkapitaal verschaft en de bestaande leningen zullen worden omgeruild voor nieuw aandelenkapitaal. Dit zal waarschijnlijk zijn beslag krijgen in het eerste kwartaal van 2019. In 2019 is het ook de bedoeling dat het dure noodkapitaal geherfinancierd zal worden en dat de onderneming, en daarmee ook de waarde, zal herstellen.

In de slechte decembermaand viel een aantal leningen die we eerder in de portefeuille hebben gehad fors terug in koers, terwijl er onderliggend niet veel veranderd is. Een goed voorbeeld daarvan zijn de zogenaamde CMS-leningen van de Deutsche Postbank, een dochter van Deutsche Bank. CMS-leningen zijn achtergestelde leningen die na eind 2021 niet meer als kapitaal mogen meetellen bij een bank en daarom dan naar alle waarschijnlijkheid zullen worden afgelost dan wel ingekocht door de uitgevende bank. De rentevergoeding op deze leningen is gekoppeld aan de 10-jaarsrente met een kleine opslag en is dus op dit moment heel matig. Echter door een 30% koersdaling is het verwachte

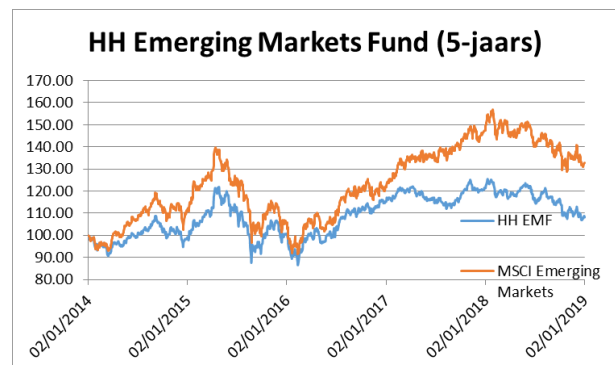
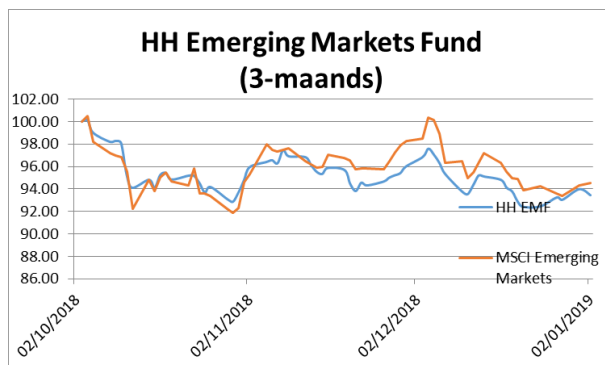


rendement in ons basisscenario ineens dubbelcijferig. Daarom is een aantal van deze leningen aan de portefeuille toegevoegd.

Tot slot is er een kleine positie in een Tier-1 lening van de Norddeutsche Landesbank (NordLB) aangeschaft. De situatie lijkt erg op die van de HSH Nordbank, een bestaande positie, omdat beide banken een kapitaaltekort kenden vanwege een portefeuille van slechte scheepvaartleningen en dan met name van containerrederijen. Bij NordLB is de omvang van het probleem echter veel kleiner, namelijk EUR 3,5 miljard tegen EUR 10 miljard voor HSH. Er worden nu besprekingen gevoerd om het kapitaalgat te dichten via een samenvoeging met een andere Landesbank dan wel door een minderheidsaandeel te verkopen aan een private partij. In beide scenario's zullen de Tier-1 leningen er nog goed uit kunnen springen, een aantal overgeslagen rentebetalingen daargelaten. Gezien de grote onzekerheid hebben we deze positie vooralsnog zeer beperkt gehouden.

De grote positie in Golden Close is buitengewoon plezierig afgewikkeld nadat het schip voor USD 263 miljoen is verkocht. Onze eerste aankoop plus bijbehorende kapitaalbijdrage was tegen een ondernemingswaarde van USD 130 miljoen; kortom, deze positie is grofweg verdubbeld in anderhalf jaar tijd. De twee uitstaande leningen werden begin december afgelost, het restbedrag werd eind december gestort. Tot slot zijn de leningen van Bluewater en Jacktel afgelost waarbij we ons hebben ingeschreven op de nieuwe lening van Bluewater die tegen een tarief van 12% in de markt werd gezet.

Hof Hoorneman Emerging Markets Fund



Het Hof Hoorneman Emerging Markets Fund behaalde in het vierde kwartaal een rendement van -6,8% waardoor het rendement over geheel 2018 -10,8% bedraagt.

In het vierde kwartaal was het met name op de beurzen in de Verenigde Staten en Europa onrustig. Ook opkomende markten lieten over het algemeen negatieve rendementen zien, maar daalden gemiddeld minder hard. Binnen de opkomende markten waren het vooral Taiwan, Zuid-Korea en Mexico die een negatief rendement kenden. Bij Taiwan en Zuid-Korea is dit toe te schrijven aan de blootstelling aan de technologische sector, terwijl in Mexico zorgen zijn ontstaan over de mogelijk negatieve economische effecten van het regeringsbeleid van de nieuw aangetreden president Obrador. Daarentegen behaalde de Braziliaanse beurs een stevig positief rendement; mede in reactie op de verkiezing van president Bolsonaro die geacht wordt beursvriendelijke maatregelen te nemen zoals het



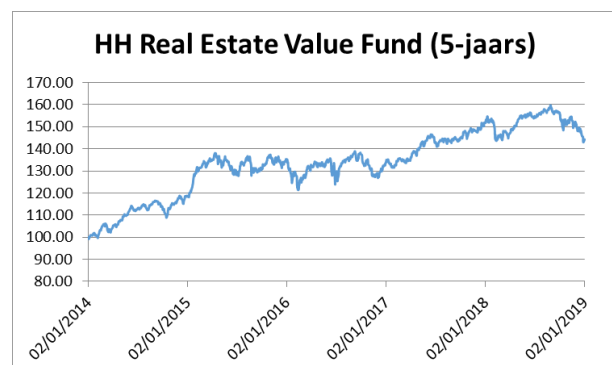
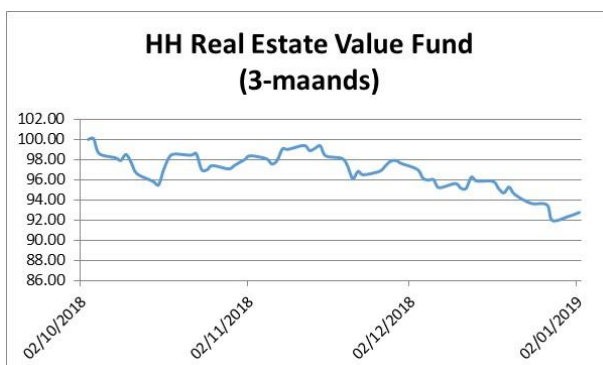
verlagen van schulden en belastingen. Ook Indonesië, dat als netto olie-importerend land geholpen werd door de sterke daling van de olieprijs, noteerde een positief rendement.

In het laatste kwartaal is bijgekocht in Vinda. Vinda heeft een sterke merkenportefeuille in tissues en papieren producten voor vrouwenverzorging. Het is goed gepositioneerd om te kunnen groeien in China en Zuidoost-Azië. De laatste periode heeft de onderneming last gehad van de fors opgelopen pulpprijzen waardoor de winstmarges afnamen. Deze impact is echter van tijdelijke aard, mede omdat het bedrijf prijsverhogingen doorvoert.

In december maakte Treasure ASA bekend een deel van haar eigen aandelen terug te gaan kopen. Treasure ASA heeft geen activiteiten, maar houdt een 12% belang in het Koreaanse Hyundai Glovis. Hyundai Glovis is onderdeel van de Hyundai groep, waarvoor een herstructurering verwacht wordt. Mede door een eerder afgewezen herstructureringsvoorstel en het wachten op een nieuw voorstel heeft de koers van Hyundai Glovis onder druk gelegen. Treasure ASA handelt op een aanzienlijke korting op de waarde van het belang in Hyundai Glovis. Bij een succesvolle vereenvoudiging van de groepsstructuur kan dat voor ondernemingen binnen de Hyundai groep goed uitpakken, met hogere aandelenkoersen tot gevolg. De mogelijkheid is dan aanwezig dat Treasure ASA haar belang zal afbouwen en de opbrengsten zal uitkeren aan haar aandeelhouders. Wij denken dat hier een reële kans op is, omdat Wilh. Wilhelmsen Holding grootaandeelhouder is van Treasure ASA en het geld momenteel goed kan gebruiken voor andere doeleinden.

Eind november maakte het Braziliaanse Cosan Limited bekend ruim 7% van haar eigen aandelen terug te gaan kopen in een prijsrange van US\$8,88 tot US\$9,30. Dit is een premie van zo'n 10% op de beurskoers vóór deze bekendmaking. Cosan Limited oriënteert zich al langer op mogelijkheden om de forse conglomeraatkorting van het bedrijf te verkleinen. Een aantal maanden eerder heeft het een voorstel gedaan om een aanpassing te doen in de aandelenstructuur van twee dochterondernemingen. Omdat aandeelhouders daarvan het nut niet inzagen heeft Cosan dit voorstel weer ingetrokken en gaat het nu over op het inkopen van eigen aandelen. Dit zijn tekenen dat het management bereid is te luisteren naar aandeelhouders en het eigen bedrijf een goede investering vindt. Met dergelijke acties is er een gereede kans dat Cosan Limited op een kleinere korting van de waarde van haar belangen gaat handelen.

Hof Hoorneman Real Estate Value Fund





Het Hof Hoorneman Real Estate Value Fund kende in het vierde kwartaal een rendement van -7,8% waardoor het rendement over geheel 2018 -5,0% bedraagt.

De Europese vastgoedmarkten hebben net zoals de aandelenmarkten een lastig jaar achter de rug. Dit wordt voornamelijk veroorzaakt door de onzekerheid die gepaard gaat met de wereldwijde geopolitieke ontwikkelingen. Het meest van invloed zijn de ontwikkelingen met betrekking tot brexit waar een zeer rooskleurige oplossing in toenemende mate onwaarschijnlijk wordt.

Een tweede aspect is een grote tegenstelling binnen de vastgoedmarkt. Zo heeft met name het residentiële vastgoed een sterk jaar achter de rug met rendementen in lijn met, of licht hoger dan, de yield (het lopende rendement) op het vastgoed. Tegelijkertijd is het rendement bovenop de yield ongeveer het huidige inflatieniveau waardoor residentieel vastgoed grofweg een constante waardering heeft gehouden. De regionale markten met een grote blootstelling aan residentieel vastgoed zoals Duitsland en Zweden hebben het in het vierde kwartaal en het gehele jaar 2018 dan ook sterker dan gemiddeld gedaan.

De retailvastgoedmarkt heeft echter een duidelijk zwakker kwartaal en jaar achter de rug. Zorgen over de ontwikkeling van het consumentenvertrouwen, een relatief groot aantal winkelketens dat in de problemen komt en, daaraan verbonden, de verdergaande opkomst van internetverkoop hebben tot gevolg dat Europees retailvastgoed het buitengewoon lastig heeft gehad. Ondanks deze ontwikkelingen hebben veel retailvastgoedbedrijven wel degelijk goede resultaten gerealiseerd. De koersen van deze bedrijven zijn echter meegetrokken in het negatieve momentum van de markt. De regionale markten die het hardst hierdoor zijn geraakt zijn Nederland en Frankrijk, waar in verhouding veel van de vastgoedondernemingen gericht zijn op retailvastgoed.

Gedurende het kwartaal gaf deze terugval ons de mogelijkheid om onze positie in enkele grotere spelers op de retailvastgoedmarkt verder op te hogen. De koersterugval was dusdanig groot dat het verschil in yields op retailvastgoed en de overige sectoren simpelweg te groot was geworden.

Een voorbeeld van deze ontwikkeling is de aanzienlijke ophoging die we hebben doorgevoerd bij de positie in Unibail-Rodamco-Westfield (URW). URW had relatief teleurstellende halfjaarcijfers doordat de ontwikkelingen in de V.S. als gevolg van enkele failliete winkelketens tegenvielen. In de derde kwartaalupdate leek dit effect al voor het grootste gedeelte opgevangen te zijn. Desondanks noteert de koers nog steeds ver onder de onderliggende waarde van het vastgoed. URW kan op basis van de koers op het moment van schrijven een dividendrendement van 8% gemakkelijk handhaven en het progressieve dividend zal naar verwachting alleen maar doorzetten. De onderneming heeft nog steeds een degelijke balans en een sterk trackrecord van waardegeneratie.

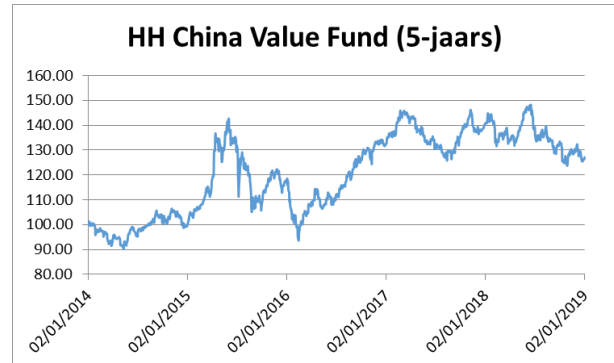
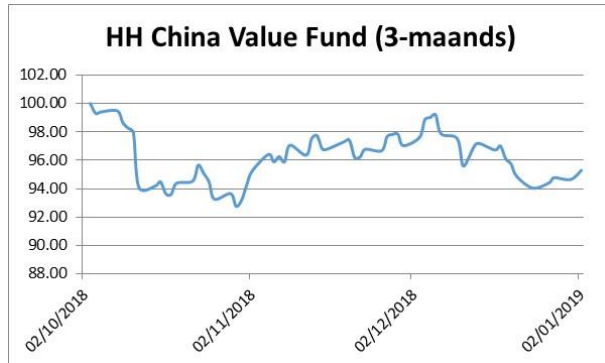
Ook andere ondernemingen binnen de portefeuille waarvan de koersen zijn teruggevallen hebben we kunnen ophogen op aantrekkelijke prijzen. Voorbeelden hiervan zijn Klépierre, Altarea en VIB Vermoegen.

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 als het gaat om economische schokken en geopolitieke kwesties.

Hof Hoorneman China Value Fund



Het Hof Hoorneman China Value Fund heeft in het vierde kwartaal een rendement van -4,3% behaald, waardoor het rendement over geheel 2018 -9,7% bedraagt.

In het vierde kwartaal stonden de ontwikkelingen op de beurs in Hongkong wederom in het teken van het handelsconflict tussen China en de Verenigde Staten. Ondanks de toezegging dat er geen nieuwe heffingen zullen worden opgelegd blijft de situatie een bron van onzekerheid. Naast deze onzekerheid zijn er tekenen zichtbaar van een vertragende Chinese economie. Dit wordt met name veroorzaakt door teruglopende investeringen in infrastructuur als gevolg van de beperkte beschikbaarheid van leningen en de tegenvallende verkopen in de auto-industrie. Het China Value Fund heeft naar beide segmenten maar een beperkte blootstelling en wist dan ook beduidend beter te presteren dan vergelijkbare Chinese indices. Desondanks werd er een negatief rendement behaald van -4,3%.

In het vierde kwartaal hebben we kantoorbezoeken bij onze bedrijven uit Hongkong afgelegd en hebben we in China een negental fabrieksbezoeken gedaan bij onder meer Shui On Land, Xingda, Lung Kee en Sanjiang. Ondanks de negatieve rendementsontwikkeling van het fonds over de afgelopen periode zijn wij over het algemeen tevreden over de bedrijfsspecifieke ontwikkelingen bij de ondernemingen waarin we beleggen.

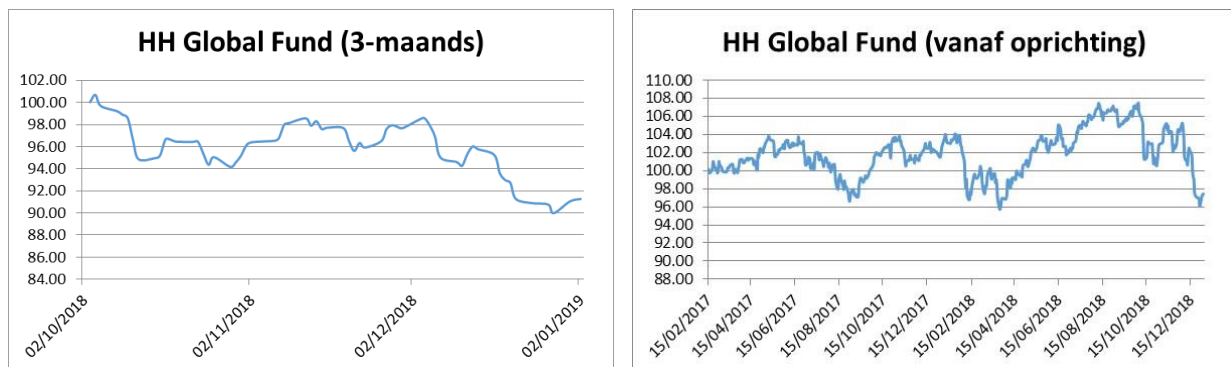
Naar aanleiding van onze bezoeken hebben we onder andere onze positie vergroot in Zhejiang Expressway en Shui On. Shui On is een 'prime' vastgoedontwikkelaar en eigenaar van o.a. Xintiandi. Xintiandi is een commercieel gebied met restaurants en winkels op een van de betere locaties in Sjanghai. Shui On heeft de afgelopen jaren de schuld verlaagd en het dividend verhoogd en richt zich de komende tijd op verhoging van de huurinkomsten. De beurskoers van Shui On noteert op een forse korting van ruim 65% ten opzichte van de getaxeerde waarde van het vastgoed. Zhejiang Expressway is een exploitant van tolwegen en heeft daarnaast een beursgenoteerd belang in Zheshang Securities. De exploitatie van tolwegen ondersteunt het hoge dividendrendement en na een recente aankoop van een tolweg is het de verwachting dat er in de komende jaren meer tolwegen zullen worden



aangekocht. De balans biedt hier alle ruimte voor en dit zal het dividend verder ondersteunen.

Daarnaast hebben we ook nog de positie in Sanjiang en China Merchant China Direct opgehoogd. Naar onze mening handelen de aandelen van deze ondernemingen op een zeer aantrekkelijke waardering en vinden we een hogere weging passend. Om deze aankopen te financieren is de positie in SIIC geheel verkocht en de positie in Yuexiu Transport verkleind. Onze verwachting was dat SIIC zou profiteren van een beursnotering in Hongkong. Tot op heden is die verwachting echter niet uitgekomen en hebben we besloten de positie te sluiten en de opbrengst te herinvesteren in andere ondernemingen. Yuexiu Transport, eveneens een exploitant van tolwegen, heeft in tegenstelling tot de markt een positief rendement behaald. Hierdoor vinden we het aantrekkelijk een deel van onze positie te verkopen en de opbrengst te herinvesteren in de goedkopere sectorgenoot Zhejiang Expressway.

Hof Hoorneman Global Fund



Het Hof Hoorneman Global Fund heeft in het vierde kwartaal van 2018 een rendement behaald van -8,8% waardoor het rendement over geheel 2018 -4,0% bedraagt.

Door het defensieve beleid van het Global Fund werd de koersdaling tijdens het kwartaal gedempt. Beleggers vluchtten uit aandelen van cyclische bedrijven (bedrijven die zeer gevoelig zijn voor economische omstandigheden en in recessies vaak een stevige terugval van omzet en winst laten zien) naar ondernemingen die ook in minder goede economische omstandigheden goed presteren, bijvoorbeeld doordat zij stabiele contracten met consumenten of bedrijven hebben, waardoor de omzet op peil blijft. Hierbij valt te denken aan dataleveranciers (Thomson Reuters) of software- (Oracle) en telecombedrijven (Verizon Communications). Een andere categorie bedrijven zijn bedrijven die een product leveren dat zowel in goede als slechte tijden wordt genuttigd (The Coca-Cola Company, Nestlé en Procter & Gamble). In het Global Fund maken dergelijke bedrijven in alle economische omstandigheden een significant deel uit van de portefeuille.

Merck KgaA en Walt Disney zijn volledig verkocht. Voor beide bedrijven gold dat de risico-rendementsverhouding na een opgelopen koers niet meer aantrekkelijk was en dat er elders interessantere kansen te vinden waren. Verizon Communications en Thomson Reuters zijn gedeeltelijk verkocht. Dit zijn aantrekkelijke, stabiele ondernemingen, maar door een sterke koersprestatie waren de wegingen te hoog opgelopen.



De opbrengsten zijn vooral herbelegd in bestaande posities. De grootste aankopen waren Bayer, ASML Holding, IBM, Vodafone en de preferente aandelen van Samsung Electronics. Dit zijn allemaal bedrijven met sterke marktposities waarvan de koersen naar onze mening te hard gedaald zijn.

De enige nieuwe positie is Saint-Gobain. Dit Franse bedrijf is wereldwijd actief in diverse sectoren, waaronder de productie van autoglas, de productie en distributie van bouwmaterialen en de productie van innovatieve materialen. Hoewel niet ongevoelig voor recessies geeft Saint-Gobain's aanwezigheid in zeer verschillende sectoren enige bescherming en is het met haar bouwmaterialen vooral gericht op renovatie. Daarnaast was de koers voor het moment van aankoop al dusdanig hard gedaald dat een economische vertraging hier al in verwerkt zat. Saint-Gobain is goed in staat prijsverhogingen door te voeren en bevindt zich in een prima positie om te profiteren van de trend naar verduurzaming van gebouwen.

De bedrijven in de portefeuille van het Global Fund rapporteerden voor het overgrote deel goede resultaten gedurende het vierde kwartaal. Een negatieve uitzondering hierop was PPG Industries, een Amerikaanse leverancier van verf en coatings. Het doorberekenen van de stijging van de grondstofkosten kost tijd en daarmee, op korte termijn, marge. De onderneming wordt echter goed geleid en heeft haar sterke balans gebruikt om aandelen in te kopen. Een bedrijf dat wel een sterke omzetgroei en marge-expansie liet zien was Ahold. Voor 2018 als geheel verwacht Ahold een forse vrije kasstroom. Ook de cijfers over het derde kwartaal van leverancier van industrieel gas Air Liquide stemden tot tevredenheid. Een omzetgroei van 6% is namelijk hoog voor een dergelijk bedrijf dat veel met langetermijncontracten werkt. Daarnaast heeft Air Liquide voldoende investeringskansen en is het goed gepositioneerd voor een groei in het gebruik van waterstof.