

MIDLIN

Kwartaalbericht Q3

2019
2020



Marktontwikkelingen

De Europese conjunctuur trekt na de catastrofale neergang in de maanden maart en april sinds mei weer aan. Het virus is onder controle maar niet verdwenen. Het aantal nieuwe besmettingen is sterk afgenomen zodat de lockdowns, die in maart en april het normale leven stillegden, vanaf mei in veel landen versoepeld konden worden met de heropening van winkels en later ook de horeca. De maatregelen in diverse Europese landen waren aanvankelijk heel verschillend maar beginnen langzamerhand meer naar elkaar toe te groeien. De Europese grenzen zijn grotendeels heropend waardoor een buitenlandse vakantie binnen Europa weer tot de mogelijkheden behoort.

Het Duitse ondernemersvertrouwen dat in maart en april een historische daling maakte, veert weer op door minder pessimisme bij ondernemers over de kortetermijnvooruitzichten. De beleving van de huidige omstandigheden is echter nog heel negatief. Verder herstel van deze belangrijke vertrouwensindicator is belangrijk om uit de recessie te komen.

Ten aanzien van de economische groei voorziet minister Altmaier van Economische Zaken een krimp van 6% in 2020 gevolgd door een groei van 5% in 2021. De werkloosheid is gestegen van circa 5% van de beroepsbevolking naar 6,4% in juni. Altmaier streeft naar een daling van de werkloosheid naar het pre-corona niveau in 2022. In zijn scenario gaat de Duitse economie vanaf oktober van dit jaar weer groeien.

In Nederland liet volgens het Centraal Bureau voor de Statistiek het consumentenvertrouwen in april de grootste daling ooit zien. Daarnaast liep de werkloosheid op van 2,9% van de beroepsbevolking in maart naar 3,6% in mei. Dit lijkt mee te vallen, maar de verwachting is dat dit percentage de komende maanden verder zal oplopen als de loonsubsidies van de Nederlandse overheid aflopen. Op 16 juni publiceerde het Centraal Planbureau de juniraming 2020 met de vooruitzichten voor 2020 en 2021. Door de onzekerheden presenteerde het vier scenario's: volledig herstel, basisraming, zwak herstel en een tweede golf. In de basisraming

wordt uitgegaan van een daling van het BBP met 6% in 2020 en een stijging van 3% in 2021, waarbij de werkloosheid stijgt naar 7% in 2021. Het tekort op de overheidsbegroting zal in beide jaren ruim boven de norm van maximaal 3% zijn.

De Europese Centrale Bank ('ECB') lanceerde in reactie op de paniek op de financiële markten het Pandemic Emergency Purchase Programme ('PEPP'), waarbij voor een additioneel bedrag van ten minste € 750 miljard tot het einde van 2020 aan schuld papier van overheden en bedrijven zal worden opgekocht. De ECB wil voorkomen dat de crisis in de echte economie versterkt wordt door een crisis in het financiële systeem. Tot slot wordt de Europese solidariteit getest door discussies in de EU over een Europees herstelfonds met een omvang van € 750 miljard.

Na de crash op de financiële markten in het eerste kwartaal, trad in de loop van het tweede kwartaal herstel op. In Duitsland steeg de breed samengestelde CDAX-index 24,6% in het tweede kwartaal van 2020. Daarbinnen wonnen de large caps die in de DAX-index vertegenwoordigd zijn met 23,9% en de small caps die door de SDAX-index gerepresenteerd worden 24,7%. In Nederland herstelden de AEX-index met 17%, de AScX (small-cap) index met 23% en de Midcap-index met 15%.

Ontwikkelingen in de portefeuille

Door de gevolgen van de coronamaatregelen, het ingrijpen van overheden en de ECB en alle onzekerheden zijn de aandelenmarkten uiterst volatiel. Zo was het rendement van Midlin -22,6% in het slecht verlopen eerste kwartaal van 2020 en steeg de waarde van een aandeel Midlin NV in het tweede kwartaal met 19,7% naar € 164,53. De netto fondsomvang steeg hierdoor van € 77 miljoen naar € 91 miljoen. In de eerste drie kwartalen van het boekjaar 2019/2020 realiseerde Midlin een negatief rendement van 1,9% inclusief het in februari uitgekeerde dividend van € 5,50 per aandeel. Voor het lopende kalenderjaar (2020) bedraagt het rendement na zes maanden minus 7,9% (inclusief uitgekeerd dividend).

In de afgelopen maanden hebben wij veelvuldig contact gehad met de directies van onze bedrijven om de impact en gevolgen van de pandemie op de ondernemingen te kunnen inschatten. Wij hebben daarbij ook goed gekeken naar de sterkte van de balans. De relatief hoge balansrisico's die we bij Sligro (1% van het fondsvermogen) en Kendrion (4% van het fondsvermogen) zagen, hebben vooralsnog geen aanleiding gegeven om onze posities op- of af te bouwen. Dat komt mede omdat beide bedrijven constructieve afspraken konden maken met banken over verruiming van de leningsvoorwaarden. In een aantal schuldenvrije bedrijven hebben we op lage koersniveaus onze belangen vergroot. Dat geldt onder meer voor Nexus, Fagron en Brunel. Tot slot hebben we twee nieuwe bedrijven geselecteerd waarin we momenteel posities opbouwen. Zodra dat is afgerond zullen we ze bij u introduceren. De cashpositie van Midlin zal voor deze investeringen worden aangewend.

Alle jaarvergaderingen hebben inmiddels, al dan niet met enige vertraging, virtueel plaatsgevonden. Dankzij noodwetten kregen bedrijven meer tijd om de jaarvergadering te organiseren en mogen ze een virtuele vergadering beleggen. Wij hebben alle vergaderingen via webcasts gevolgd en veelal vooraf onze stem uitgebracht en vragen ingediend. Bij technotrans hebben we een nieuw remuneratiebeleid voor de Raad van Commissarissen ('RvC') geschreven. Dat is door het bedrijf geagendeerd en ook vrijwel unaniem aangenomen. Mede hierdoor kon een sterke nieuwe toezichthouder aangetrokken worden die als hoofd van de Audit Commissie een belangrijke rol krijgt in het aanhalen van de (financiële) teugels. Bij Nexus hebben we tegen een machtiging voor het uitgeven van nieuwe aandelen gestemd. De machtiging is ook niet verleend. Wat verder opviel is dat veel bedrijven besloten geen dividend uit te keren en dus ook geen dividendvoorstel ter stemming voorlegden. In deze uitzonderlijke omstandigheden kunnen we daar begrip voor opbrengen.

Ontwikkelingen bij de bedrijven

Bij **technotrans**, specialist in het koelen en verwarmen van machines, hebben we mooie successen geboekt zoals het moderniseren van de governance en

het versterken van het toezicht. Mede door de teleurstellende ontwikkelingen bij dit bedrijf in 2018 en 2019 vonden wij het belangrijk de RvC te versterken. De RvC schoot naar ons oordeel tekort bij het behouden van goede bestuurders en het behoeden van het bedrijf voor problemen bij de softwaremigratie. Ook leek de raad te weinig gericht op waardecreatie. Met de benoeming van Andrea Bauer als nieuw lid van de RvC en hoofd van de Audit Commissie is een belangrijke stap gezet in het versterken van het toezicht. Om haar benoeming, of van iedere andere kwalitatief goede toezichthouder, mogelijk te maken is het belangrijk een marktconforme beloning te betalen. Bij technotrans stamde de beloningssystematiek nog uit 1999, het jaar van de beursgang. Ondanks verzet van de voorzitter hebben we aangedrongen op een nieuw beleid dat we voor hem hebben uitgeschreven. We werden in dit streven door andere aandeelhouders gesteund. Uiteindelijk is ons voorstel met vrijwel unanieme stemmen aangenomen. Daarmee is een belangrijke randvoorwaarde om goede mensen aan te kunnen trekken op orde gebracht (zie de blog op onze website: '[Technotrans moderniseert governance en benoemt nieuwe commissaris](#)'). Ten aanzien van de resultaatontwikkeling bij het bedrijf zal het tweede kwartaal behoorlijk zwak zijn, denken wij. Omdat klanten door lockdowns dicht gingen, heeft technotrans sommige activiteiten tijdelijk moeten stopzetten en personeel met Kurzarbeit naar huis gestuurd. Begin dit jaar had het bedrijf al een herstructurering van de activiteiten doorgevoerd waarbij een aantal taken, zoals R&D, onder centrale aansturing zijn gebracht. In de productie worden 'lean production' methoden groepsbreed ingevoerd met als doel de productiviteit en kwaliteit te verhogen. Omdat harmonisatie van het productaanbod daarbij een belangrijke randvoorwaarde is, gaan alle ontwikkelafdelingen meer samenwerken. Door deze belangrijke aanpassingen in de organisatie is een aantal mensen boventallig geworden. Hiervoor is met de ondernemingsraad een sociaal plan overeengekomen. Volgend jaar moeten de aanpassingen in verbeterde winstgevendheid resulteren.

Fagron, actief in farmaceutische bereidingen, lijkt nog steeds beperkt gevolgen te ondervinden van de pandemie. In de voor het bedrijf belangrijke afzetmarkten

Europa en de Verenigde Staten neemt de vraag naar corona gerelateerde zorg toe en de 'normale' vraag naar niet-kritische zorg af. Brazilië, een andere belangrijke afzetmarkt voor Fagron, is grotendeels nog steeds in lockdown. Fagron ziet hier fors minder voorschriften gerelateerd aan niet-kritische zorg. Het bedrijf wordt voornamelijk geraakt door apotheken in winkelcentra die dicht zijn en een verzwakkende Braziliaanse real. Wel verkoopt het bedrijf meer corona gerelateerde producten die gericht zijn op het afweersysteem of op het tegengaan van obesitas. Dit compenseert de misgelopen omzet in Brazilië grotendeels maar niet volledig. Na een zeer sterk eerste kwartaal kunnen de resultaten in het tweede kwartaal mogelijk wat meer sporen van de pandemie vertonen.

Nexus, ontwikkelaar en verkoper van software voor medisch specialisten en ziekenhuizen, is ook dit jaar weer sterk begonnen met een omzetgroei van 9%, een winstgroei van 11% en een cash flow van € 20 miljoen. Traditiegetrouw worden de servicecontracten in het eerste kwartaal voor het hele jaar gefactureerd wat de hoge cash flow verklaart. Mede hierdoor ging het softwarebedrijf de pandemie in met meer dan € 50 miljoen aan liquiditeiten. Als gevolg van consolidatie in de Duitse markt ziet Nexus kansen om marktaandeel te winnen. Dat komt mede doordat concurrent Compugroup de klanten van twee recent overgenomen bedrijven wil gaan 'dwingen' over te stappen naar haar eigen software. Deze ziekenhuizen zullen gaan tenderen en Nexus denkt een goede kans te maken zo enkele klinieken als nieuwe klant te kunnen verwelkomen. Organisch groeien creëert vaak meer waarde dan groei door overnames, zeker als het om grote deals gaat. Aandeelhouders, waaronder wij, stemden daarom een voorstel af om de emissiemachtiging voor het bestuur te verhogen van maximaal 20% naar 50% nieuwe aandelen. De huidige machtiging is nog een jaar geldig waardoor het bedrijf geen (overname)kansen hoeft te missen. Wij zullen met de directie spreken over een voorstel dat op de volgende jaarvergadering wel brede steun van aandeelhouders krijgt.

INIT innovation in Traffic systems, dat software voor openbaar vervoerbedrijven ontwikkelt en verkoopt, rapporteerde zeer sterke kwartaalcijfers

en zag dat beloond met een flinke koersstijging. De omzet steeg met 14% en de operationele winst verdrievoudigde. Het management rekent op een aanhoudend goede order intake op basis van lopende tenders. Ze benadrukt dat de pandemie de vraag naar moderne ticketing oplossingen met contactloos betalen in het openbaar vervoer alleen maar zal versnellen. Afgelopen twee jaar werden al grote tenders op dit vlak gewonnen waardoor ticketing projecten nu de grootste omzetbijdrage leveren. Ook heeft het bedrijf oplossingen om passagiers op trein- of metroperrons naar treinstellen te leiden waar vrije zitplaatsen zijn. Met dergelijke oplossingen wordt niet alleen de bezettingsgraad verhoogd maar kan ook het in- en uitstappen worden versneld. In het kader van social-distancing helpt het bovendien om overvolle wagons te voorkomen als elders in de trein nog lege zitplaatsen zijn.

Centrotec, dat actief is in klimaatbeheersing, heeft eind juni met succes 10% van de eigen aandelen ingekocht tegen een beurskoers van € 14 per aandeel. Een verrassende move aangezien kort daarvoor nog besloten was het dividend te passeren vanwege de onzekerheden samenhangend met corona. Dit was bovendien de derde maal in twee jaar dat het bedrijf via een bieding 10% van de eigen aandelen inkocht. Na de vorige keren trok het bedrijf de ingekochte aandelen in en vroeg het op de eerstvolgende jaarvergadering om een nieuwe inkoopmachtiging. Wij hebben onze aandelen niet aangeboden omdat we de biedprijs te laag vonden. De resultaten van Centrotec ontwikkelen zich goed en de waardering van het aandeel is laag. Het bedrijf profiteert van klimaatmaatregelen in Duitsland die het investeren in energiezuinige verwarmingssystemen fiscaal aftrekbaar maken. De nieuwe warmtepomp productlijn van dochterbedrijf Wolf komt in aanmerking voor de hoogste fiscale subsidie en is veel gevraagd. Dat was duidelijk zichtbaar in de resultaten over het eerste kwartaal. De omzet groeide met 13% en de operationele winst verdubbelde ruimschoots. Door de aandeleninkoop zal de winst per aandeel 10% extra stijgen.

Zoals we in het voorgaande kwartaalbericht al vertelden, spraken we in februari uitvoerig met de directie en de RvC van detacheerder **Brunel** over tal van issues.

We hebben in deze gesprekken onder meer aangedrongen op de noodzaak van een versterking van het bestuur met een COO. Brunel heeft hier inmiddels opvolging aan gegeven en heeft per 1 juli een nieuwe COO aangesteld. De Brit Graeme Maude, afkomstig van RGF Staffing, heeft diverse internationale leidinggevende functies vervuld bij toonaangevende spelers in de markt. Zijn voornaamste doelstelling zal zijn om de blootstelling aan olie en gas te verminderen door diversificatie naar andere markten te versnellen, zoals engineering, life sciences en duurzame energie. Gezien de sterk verslechterde korte- en langetermijnvooruitzichten voor de olie- en gasmarkt zijn wij hier groot voorstander van. Voor de tweekoppige directie moet de komst van Graeme Maude een welkome versterking zijn om het bedrijf door de huidige turbulente periode te loodsen en sterker te laten herrijzen.

Bij ingenieursbureau **Arcadis** werkt nog steeds een groot deel van het personeel thuis. De meeste werkzaamheden lopen goed door, al kunnen projectmanagers op bouwlocaties soms nog beperkt hun werk doen. Het bedrijf ziet op het moment voornamelijk impact in het Midden-Oosten, waar de lage olieprijs zijn sporen achterlaat. Ook is er enige terughoudendheid bij private klanten om aan nieuwe projecten te beginnen. Dit wordt echter ruimschoots gecompenseerd door investeringen vanuit (semi)overheden, die wereldwijd trachten zo veel mogelijk geplande projecten door te zetten en Arcadis hierbij ook sneller betalen. Verder ligt bij het ingenieursbureau de focus op het normaliseren van het werkkapitaal, wat in het eerste kwartaal van het jaar mede opgelopen was door de implementatie van nieuwe bedrijfssoftware in de US. Arcadis verwacht dat bij de halfjaarcijfers al duidelijk verbetering te zien zal zijn. Dit in combinatie met een solide balans betekent dat het bedrijf goed in staat zal zijn om de negatieve financiële impact van de coronapandemie op te vangen. Arcadis verwacht op korte termijn de benoeming van een nieuwe CFO aan te kondigen. Ook zal het bedrijf haar nieuwe strategie in november presenteren. Onder meer duurzaamheid en digitalisatie zullen een belangrijke rol spelen als speerpunten in de dienstverlening.

De railactiviteiten van **Schaltbau** ondervinden nauwelijks last van de pandemie en de lockdowns ook al is het gebruik van treinen flink afgenomen. Dat komt door de grote orderboeken en lange levertijden die treinen in Europa hebben. De railactiviteiten zijn goed voor ca. 70% van de omzet van het bedrijf. De overige omzet wordt door busbouwers, automobielproducenten en industrie gerealiseerd. Hier is de vraag wel negatief belast. Met name bus/touringcar bedrijven hebben het moeilijk en bestellen nauwelijks nog nieuw materieel. Busproducenten leggen daarom de productie stil waardoor Schaltbau-dochter Bode besloot haar busdeurenlijn tijdelijk stop te zetten. Op het pad naar normalisatie van de winstgevendheid is de pandemie een tegenslag. Pas medio 2019 liet het bedrijf een aantal jaar van stroomlijnen en herstructureren achter zich. Het bedrijf heeft echter voldoende progressie geboekt en het management heeft vertrouwen gewonnen, waardoor het bankenconsortium - waartoe nu ook Staatsbank KfW behoort - bereid is de lopende financieringsafspraken te versoepelen en te verruimen. Daarmee maakt Schaltbau gebruik van de in het kader van de pandemie beschikbaar gestelde en door de Duitse staat gegarandeerde financiering. Op basis van onze taxaties zag de financiële positie er sowieso al voldoende solide uit maar met het herziene financieringspakket moet Schaltbau de komende twee jaar comfortabel kunnen doorkomen. De langetermijnvooruitzichten voor Schaltbau blijven positief, ook al zal op de korte termijn de winstontwikkeling onder druk staan door de gevolgen van de pandemie en de daaruit voortkomende lockdown en economische recessie.

Maarsbergen, 15 juli 2020

Teslin Capital Management BV

Rombout Houben, fondsmanager Midlin NV

Algemene informatie

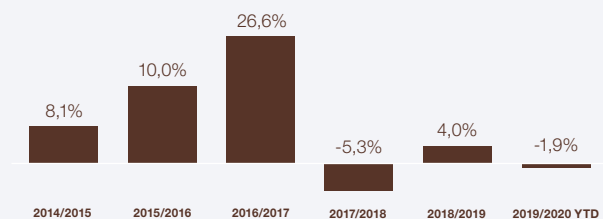
Beleggingsstijl:	Langetermijn, ondernemend aandeelhouderschap gebaseerd op basis van fundamentele analyse
Focus:	Midlin neemt substantiële belangen in small en mid caps uit Nederland, België en Duitsland met een marktkapitalisatie bij aanvang van de investering tot € 3 miljard
Investeringsstermijn:	Langetermijn zonder exit verplichting
Rendement:	Beoogd gemiddeld jaarlijks rendement te behalen van 10% op de langetermijn
Dividend:	Alle contant ontvangen dividenden worden na aftrek van kosten, eens per jaar uitgekeerd. Midlin streeft ernaar een jaarlijks dividend minimaal gelijk te houden
Oprichting fonds:	10 mei 2006, eerste uitgifte € 100 per certificaat
Waardering:	Eenmaal per week, op de laatste handelsdag
Verhandelbaarheid:	Midlin is een open-end fonds waar investeerders wekelijks kunnen toe- en uitreden
Kosten toetreding:	Maximaal 1% (waarvan 0,5% ten gunste van het fonds ter dekking van de transactiekosten)
Kosten uitreding:	0,5% (ten gunste van het fonds ter dekking van de transactiekosten)
Management fee:	1,2% per jaar
Performance fee:	12,5% indien de intrinsieke waarde hoger is dan de jaarlijks met 5% toenemende high watermark
Management:	Teslin Capital Management BV
Fondsmanager:	Rombout Houben
Raad van Commissarissen:	Rogier van Beek Joost Becker Pieter van Steenberghe
Rapportage:	Kwartaal-, halfjaar- en jaarbericht en jaarverslag (www.teslin.nl)
Administrateur:	CACEIS Bank, Netherlands Branch
Bewaarbank:	CACEIS Bank, Netherlands Branch
Bewaarder:	CACEIS Bank, Netherlands Branch
Accountant:	KPMG Accountants NV
ISIN code:	NL0000683985
LEI code:	724500Q6DGVG4BZI7105

Rendement sinds oprichting

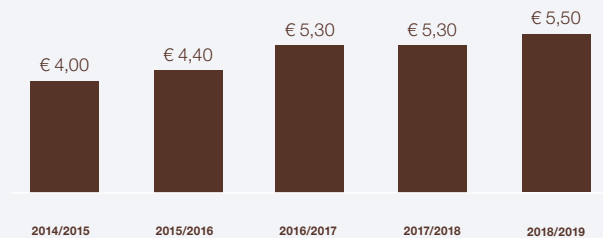
Op basis van herbelegd dividend



Rendementen Midlin (boekjaren)



Dividend



Belangen eind Q3 2019/2020

Arcadis NV
Brunel International NV
CENTROTEC Sustainable AG
Fagron NV
Init Innovation in Traffic Systems SE
Kendrion NV
Melexis NV
Nedap NV
NEXUS AG
Schaltbau Holding AG
Sligro Food Group NV
technotrans SE

Landenverdeling

Duitsland	38,6%
Nederland	30,0%
België	18,7%
Liquiditeiten	12,7%

Kerncijfers eind Q3 2019/2020

Intrinsieke waarde per certificaat

€ 164,53

Fondsvermogen

€ 91.244.264,57

Aantal uitstaande certificaten

554.584,0291



