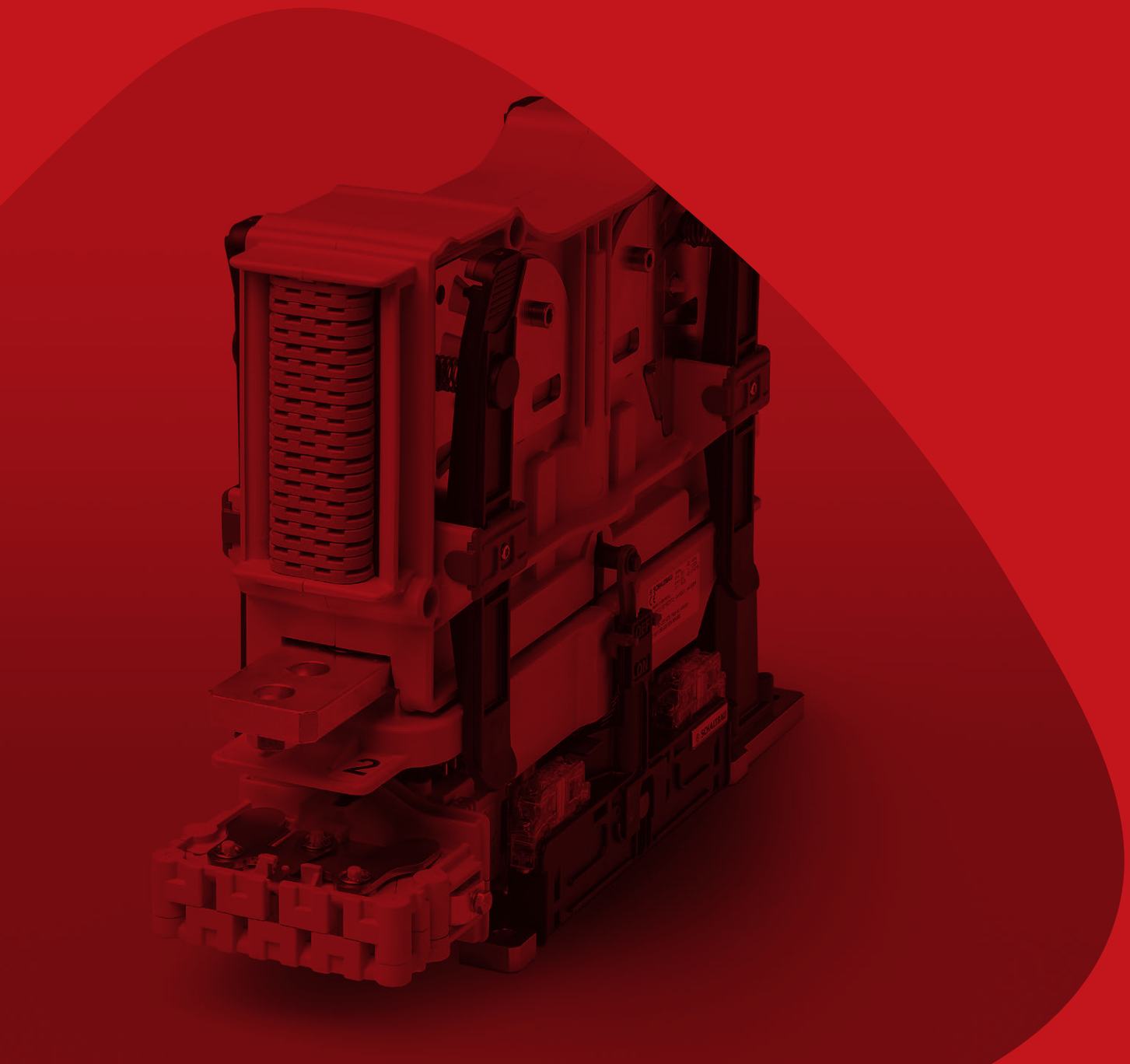
MONOLITH

2019

JAARVERSLAG





AMSTERDAM COMMODITIES
Catz: Gedroogde kokosnoot

MONOLITH 2019

INHOUDSOPGAVE

ALGEMENE GEGEVENS 6
DEFINITIES 7
PROFIELSCHETS 8
KERNCIJFERS MONOLITH 11
VERSLAG VAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN 12

VERSLAG VAN DE DIRECTIE 14
RESULTAAT 14
INVESTERINGSKLIMAAT 20
ONTWIKKELING EFFECTENBEURZEN 22
INVESTERINGSSTRATEGIE 25
PORTEFEUILLESTRUCTUUR EN INVESTERINGSBELEID 26
ACTIEF OMGAAN MET INVESTERINGEN 30
ONTWIKKELINGEN PER ONDERNEMING 36
Amsterdam Commodities 38
Berentzen 42
Dr. Hönle 46
Kendrion 50
Masterflex 56
Schaltbau 60
Solar 66
STRUCTUUR EN ORGANISATIE MONOLITH 70
RAPPORTAGE OVER DE BEDRIJFSVOERING 71
VOORUITZICHTEN 73

INVESTERINGEN 79

FINANCIEEL VERSLAG 81
BALANS 82
PROPORTIONEEL GECONSOLIDEERDE WINST- EN VERLIESREKENING 84
EIGEN VERMOGEN 85
PROPORTIONEEL GECONSOLIDEERD KASSTROOMOVERZICHT 86
TOELICHTING OP DE BALANS 87
1. Investeringen 87
2. Eigen vermogen 87
3. Vorderingen 88
4. Kortlopende schulden 88

TOELICHTING OP DE PROPORTIONEEL GECONSOLIDEERDE WINST- & VERLIESREKENING 89
5. Kosten 89

JAARREKENING 93
BALANS PER 31 DECEMBER 2019 94
OVERZICHT VAN TOTAALRESULTAAT & WINST- EN VERLIESREKENING 96
EIGEN VERMOGEN 97
KASSTROOMOVERZICHT 98
TOELICHTING 99
1. Algemeen 99
2. Waarderingsgrondslagen 99
3. Risicofactoren 102

TOELICHTING OP DE BALANS 107
4. Investeringen 107
5. Eigen vermogen 109
6. Vorderingen 110
7. Langlopende schulden 110
8. Kortlopende schulden 112

TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING 113
9. Opbrengsten uit investeringen en overige baten 113
10. Kosten 113

NIET UIT DE BALANS BLIJKENDE VERPLICHTINGEN 117

OVERIG 119
FISCALE ASPECTEN 120
OVERIGE GEGEVENS 121
CONTACT 126



BERENTZEN
Berentzen: Premium Fruit Likeur Appel, Peer & Rum

ALGEMENE GEGEVENS

Monolith
Monolith N.V.
De Boelelaan 28
1083 HJ Amsterdam

MIM
Monolith Investment Management B.V.
De Boelelaan 28
1083 HJ Amsterdam

STAK Monolith
Stichting Administratiekantoor Monolith
De Boelelaan 28
1083 HJ Amsterdam

Administrateur
Circle Investment Support Services B.V.
Smallepad 30F
3811 MG Amersfoort

Raad van Advies
drs. F. Tuin
drs. M.H. Wildschut CFA
drs. L. Deuzeman

Raad van Commissarissen
drs. L. Deuzeman
drs. H.H. van der Lof
mevr. E.C. Brons RA

Depotbank
CASEIS
KAS BANK N.V.
De Entree 500
1101 EE Amsterdam

Bewaarder
CASEIS
KAS Trust & Depositary Services B.V.
De Entree 500
1101 EE Amsterdam

Accountant
Mazars N.V.
Delflandlaan 1
1007 JG, Amsterdam

Juridisch adviseur
Dentons Europe LLP
Gustav Mahlerplein 2
1082 MA Amsterdam

Fiscaal adviseur
Dentons Europe LLP
Gustav Mahlerplein 2
1082 MA Amsterdam

Compliance
Charco & Dique
Krijn Taconiskade 422
1087 HW Amsterdam

Adviseur financieel toezichtrecht
Finnius advocaten
Jollemanhof 20 A
1019 GW Amsterdam

Codes dataleveranciers
Bloomberg: MONOFUN NA Equity
Telekurs: 2857094

ISIN Code
NL0009551027

DEFINITIES

AANDEEL	Aandeel in het kapitaal van Monolith met een nominale waarde van €0,20
ADDITIONELE TRANSACTIEDAG	Een dag waarop uitgifte of inkoop van Certificaten plaats kan vinden, zijnde (i) iedere eerste dag van een maand zonder Transactiedag (of, als dat geen dag is waarop financiële markten en instellingen in Nederland geopend zijn, de eerstvolgende dag waarop dat wel het geval is); (ii) een andere door Monolith vast te stellen dag
ADMINISTRATEUR	Circle Investment Support Services B.V.
ADMINISTRATIEVOORWAARDEN	De in Bijlage III van het Prospectus opgenomen voorwaarden
AFM	Stichting Autoriteit Financiële Markten
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
BEREKENINGSPERIODE	De periode tussen een Transactiedag en de daaraan voorafgaande Transactiedag
BEWAARDER	KAS Trust & Depositary Services B.V.
BGFO	Het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft
CERTIFICAAT	Een door STAK Monolith toegekend certificaat van een Aandeel.
CERTIFICAATHOUDER	De houder van één of meer Certificaten in Monolith
CERTIFICAATHOUDERREGISTER	Register waarin de namen en adressen van Certificaathouders alsmede het aantal door hen gehouden Certificaten zijn opgenomen
HIGH WATER MARK	De hoogste Netto Vermogenswaarde per Certificaat (en/of Participatie in Monolith Fund) op één van de twaalf voorafgaande Transactiedagen
INKOOPBEDRAG	Het bedrag dat de waarde vertegenwoordigt van de Certificaten die een Certificaathouder ter inkoop aanbiedt
INVESTERINGSBEDRAG	Het bedrag waarvoor een (potentiële) Certificaathouder om uitgifte van Certificaten verzoekt
MIM	Monolith Investment Management B.V., zijnde de directie van Monolith
MONOLITH	Monolith N.V.
MONOLITH DUITSLAND	Monolith Duitsland B.V.
NETTO VERMOGENSWAARDE	De intrinsieke waarde van Monolith, berekend zoals vermeld in het Prospectus
PROSPECTUS	Het Prospectus van Monolith N.V.
RAAD VAN ADVIES	De Raad van Advies van MIM
STAK MONOLITH	Stichting Administratiekantoor Monolith
STATUTEN MONOLITH	De statuten van Monolith
STATUTEN STAK MONOLITH	De statuten van STAK Monolith
TRANSACTIEDAG	Een dag waarop uitgifte of inkoop van Certificaten plaats kan vinden, zijnde: iedere eerste dag van een maand (of, als dat geen dag is waarop financiële markten en instellingen in Nederland geopend zijn, de eerstvolgende dag waarop dat wel het geval is)
WAARDERINGSDAG	Een dag per wanneer de Administrateur de Netto Vermogenswaarde en de Netto Vermogenswaarde per Certificaat vaststelt, zijnde: iedere laatste dag van de maand of de dag voorafgaande aan een Transactiedag
WEBSITE	De website van MIM: www.monolith.nl
WFT	De Wet op het financieel toezicht

PROFIELSCHETS

Investeringsbeleid

Monolith investeert in een beperkt aantal Europese beursgenoteerde (veelal smallcap-) ondernemingen waarvan de beurskoers naar het oordeel van Monolith substantieel lager is dan de werkelijke waarde. Monolith heeft daarbij de overtuiging dat die onderwaardering binnen een overzienbare termijn (grotendeels) zal kunnen verdwijnen.

In die gevallen waar deze onderwaardering naar inschatting van Monolith voortkomt uit het door de ondernemingsleiding gevolgde strategische, operationele en/of financiële beleid, zal Monolith zich opstellen als een actieve aandeelhouder en op een constructieve manier de dialoog intensiveren en zijn invloed als aandeelhouder aanwenden.

Anders geformuleerd: Monolith hanteert een 'value with a catalyst'-benadering en investeert vooral in ondergewaardeerde ondernemingen waarbij vooraf duidelijk aanwijsbare katalysatoren zijn te definiëren die de verwachting rechtvaardigen dat de onderwaardering van die ondernemingen binnen een overzienbare termijn gaat verdwijnen. Monolith volgt deze aanpak in de overtuiging op deze wijze bovengemiddelde rendementen te behalen.

Monolith streeft naar het nemen van een zodanig substantieel belang in een onderneming dat zij bij de belangrijkste aandeelhouders behoort.

Investeringsdoelstelling

Monolith heeft als doelstelling om op de middellange termijn (3 tot 5 jaar) een gemiddeld rendement ('total return') van meer dan 10% op jaarbasis te realiseren.

Naamloze vennootschap, niet beursgenoteerd

Monolith is een vennootschap, waarvan de Aandelen en Certificaten niet zijn genoteerd aan een effectenbeurs.

Uitgifte en inkoop van Certificaten

Monolith is open-end. Twaalf keer per jaar worden Aandelen uitgegeven aan STAK Monolith en ingekocht van STAK Monolith en zal STAK Monolith Certificaten uitgeven dan wel inkopen. Certificaten worden uitgegeven tegen betaling van de Netto Vermogenswaarde per Certificaat plus een opslag van 0,5% ten gunste van Monolith en een toetredingsvergoeding van maximaal 1,5% ten gunste van MIM. Certificaten worden ingekocht tegen de Netto Vermogenswaarde minus een afslag van maximaal 1% ten gunste van Monolith en een uittredingsvergoeding van maximaal 2% ten gunste van MIM (indien inkoop plaatsvindt binnen 18 maanden nadat de betreffende Certificaten zijn verworven) of minus een afslag van 1% en een uittredingsvergoeding van maximaal 0,5% ten gunste van MIM. (als inkoop plaatsvindt later dan 18 maanden nadat de betreffende Certificaten zijn verworven). MIM kan (gedeeltelijk) afzien van de toetredings- en/of uittredingsvergoeding. In bijzondere gevallen kan inkoop of uitgifte (gedeeltelijk) worden opgeschort.

Vergoedingen en kosten

MIM zal Monolith de volgende vergoedingen in rekening brengen:

(i) een managementvergoeding van 0,125% per maand over de Netto Vermogenswaarde per de laatste dag van de voorafgaande kalendermaand;
(ii) een prestatievergoeding per periode van drie maanden gelijk aan 20% van de stijging van de Netto Vermogenswaarde (gecorrigeerd voor eventuele dividenduitkeringen) verminderd met een 'hurdle' van 2% van de Netto Vermogenswaarde, met inachtneming van een 'high water mark'.

De Lopende Kosten Factor (LKF) van Monolith zal bij een omvang van € 75 miljoen naar verwachting circa 1,70% bedragen. Daarin is niet begrepen de eventueel verschuldigde prestatievergoeding.

Fiscaliteit Monolith

Monolith is onderworpen aan vennootschapsbelasting en zal voor haar 5% deelnemingen een beroep doen op de deelnemingsvrijstelling. Dit betekent dat geen belasting wordt geheven over van dergelijke deelnemingen ontvangen dividend, noch over resultaat behaald bij vervreemding van de desbetreffende aandelen.

Profiel investeerder in Monolith

Een investering in Monolith is vooral geschikt voor investeerders:

- die een aanzienlijke ervaring hebben met investeren;
- die bereid zijn om het risico van een eventuele (aanzienlijke) waardevermindering van de investering te nemen en uit verwezenlijking van dat risico voortvloeiende verliezen kunnen dragen;
- die een beperkte liquiditeit van hun investering accepteren (uittreding één keer per maand mogelijk; zie paragraaf 12 van het Prospectus);
- voor wie het belang in Monolith slechts een beperkt percentage van hun totale investeringen zal vertegenwoordigen;
- die geen inkomsten uit deze investering nodig hebben;
- die voornemens zijn hun investering in Monolith tenminste voor een periode van 3 tot 5 jaar aan te houden.

Minimum Investeringsbedrag

Het minimum bedrag waarvoor kan worden geïnvesteerd in Monolith is € 25.000.

Wft-vergunning

MIM beschikt over een vergunning als bedoeld in artikel 2:67 van de Wft. Monolith valt onder de werking van deze vergunning.

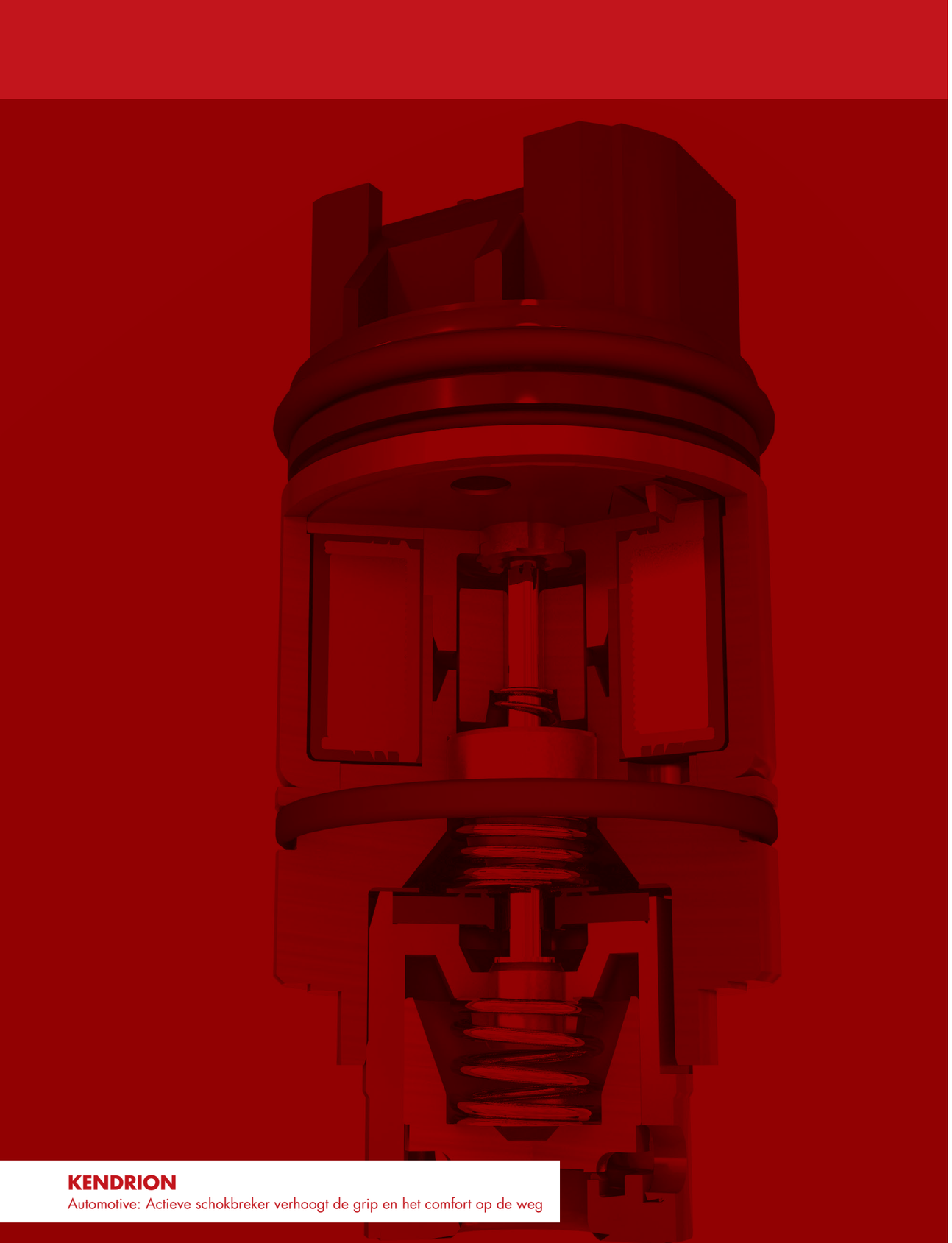
Netto Vermogenswaarde en rendement

In de onderstaande tabel zijn de in het verleden behaalde jaarlijkse rendementen van Monolith weergegeven en afgezet ten opzichte van verschillende referentie-indices. De Netto Vermogenswaarde van Monolith wordt maandelijks berekend door de Administrateur en gepubliceerd op de Website.

JAARRENDEMENTEN MONOLITH EN REFERENTIE-INDICES

JAAR	MONOLITH NV	NL LARGECAP[1]	NL SMALLCAP[2]	EU LARGECAP[3]	EU SMALLCAP[4]
2006*	3,30%	2,03%	6,92%	1,10%	8,32%
2007	12,22%	7,52%	-1,32%	2,62%	-5,81%
2008	-41,43%	-50,26%	-48,20%	-41,22%	-51,27%
2009	75,99%	42,13%	60,53%	28,44%	59,11%
2010	32,05%	9,23%	26,62%	3,38%	25,62%
2011	-9,26%	-8,79%	-25,70%	-5,10%	-18,43%
2012	20,88%	14,05%	13,24%	12,98%	23,98%
2013	21,41%	20,71%	24,00%	17,10%	32,19%
2014	4,41%	8,67%	-0,13%	6,17%	5,13%
2015	15,92%	7,36%	28,13%	6,52%	21,76%
2016	-2,97%	13,59%	7,54%	0,65%	2,81%
2017	24,10%	16,50%	28,70%	9,00%	17,70%
2018	-29,50%	-7,40%	-17,80%	-10,20%	-14,10%
2019	16,00%	28,50%	20,50%	27,40%	29,30%
CUMULATIEF	150,50%	95,60%	149,10%	44,20%	128,70%

*1. AEX Index Total Return; 2. ASCX Dutch Smallcap Index; 3. Euro Stoxx50 Total Return; 4. HSBC European Smaller Co Index: Allen op herbeleggingsbasis | * sinds start op 1/11/2006*



KENDRION
Automotive: Actieve schokbreker verhoogt de grip en het comfort op de weg

KERNCIJFERS MONOLITH N.V.

	31/12/2019*	31/12/2018*	31/12/2017*	31/12/2016*
AANTAL UITSTAANDE CERTIFICATEN **	**546.439**	657.320	599.201	582.926
	EUR	**EUR**	**EUR**	**EUR**
NETTO VERMOGENSWAARDE	**68.431.812**	70.937.723	91.728.921	71.921.729
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT	**125,23**	107,92	153,09	123,38
UITKERING PER CERTIFICAAT	**-**	**-**	-	-

	01/01/2019 31/12/2019	01/01/2018 31/12/2018	01/01/2017 31/12/2017	01/01/2016 31/12/2016
WINST- EN VERLIESREKENING	**EUR**	**EUR**	**EUR**	**EUR**
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN	**2.223.995**	2.241.733	1.737.381	2.273.719
WAARDEVERANDERINGEN VAN INVESTERINGEN	**9.884.203**	-29.819.520	19.719.976	-2.669.496
OVERIGE RESULTATEN	**-**	-	-	-
KOSTEN	**-1.476.811**	-2.462.400	-3.821.856	-1.365.945
BELASTINGEN	**-18.167**	579.988	-241.464	-451.903
TOTAAL RESULTAAT	**10.613.220**	-29.460.199	17.394.037	-2.213.625
WINST- EN VERLIESREKENING PER CERTIFICAAT				
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN	**4,07**	3,41	2,90	3,90
WAARDEVERANDERINGEN VAN INVESTERINGEN	**18,09**	-45,37	32,91	-4,58
OVERIGE RESULTATEN	**0,00**	0,00	0,00	0,00
KOSTEN	**-2,70**	-3,75	-6,38	-2,34
BELASTINGEN	**-0,03**	0,88	-0,40	-0,78
TOTAAL RESULTAAT	**19,42**	-44,82	29,03	-3,80

* *De kerncijfers per 31 december 2019, 31 december 2018, 31 december 2017 en 31 december 2016 betreffen de proportioneel geconsolideerde cijfers van Monolith N.V.*

** *Per 31 december 2019 bedraagt het aantal uitgegeven Certificaten 669.321, waarvan 546.439 Certificaten zijn geplaatst bij derden.*

VERSLAG VAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN

Wij presenteren u het jaarverslag van Monolith over het boekjaar 2019. Dit verslag bevat onder meer het directieverslag en de jaarrekening van de vennootschap over het afgelopen boekjaar.

De Raad van Commissarissen van Monolith heeft tot taak het houden van toezicht op het beleid van het bestuur en de algemene gang van zaken binnen Monolith. Vanuit haar toezichthoudende taak is de Raad van Commissarissen onder meer verantwoordelijk voor de periodieke controle op de toepassing van maatregelen en principes die een integere en zorgvuldige bedrijfsuitoefening waarborgen. Deze principes en maatregelen zijn vooral gericht op de bescherming van de belangen van de Certificaathouders en het zoveel mogelijk beperken van belangenconflicten. Toezicht op de samenstelling van de investeringsportefeuille valt slechts onder het toezicht van de Raad van Commissarissen, voor zover voortvloeiend uit haar taakuitoefening zoals hier beschreven.

In het boekjaar hebben wij vier keer formeel vergaderd. In aanwezigheid van de directie is uitvoerig gesproken over de gang van zaken. Bovendien is er frequent, buiten de formele vergaderingen om, overleg geweest met de directie. Tevens zijn wij periodiek door de externe compliance officer van Monolith door middel van rapportages op de hoogte gebracht van de bevindingen ten aanzien van de naleving van wet- en regelgeving alsmede interne voorschriften en procedures. De naleving voldoet aan de eisen die daaraan mogen worden gesteld. De directie heeft ons geïnformeerd over de kwaliteit van de bedrijfsvoering. Wij hebben daarbij aandacht geschonken aan het tijdbeslag en de efficiency ten aanzien van de hoeveelheid werk vanuit regelgeving. Voorts is ook dit jaar weer aandacht geschonken aan MIFID II en met name de effecten hiervan op de te verkrijgen research, de kosten hiervan en mogelijke andere effecten. Daarnaast heeft de Raad kennis genomen van de resultaten van het jaarlijkse ‘Product Approval and Review Proces’ waarin Monolith wordt beoordeeld op tal van criteria die van belang zijn voor de deelnemers in Monolith, waaronder ook de gehanteerde management- en prestatievergoedingsstructuur. Dit proces heeft plaatsgevonden in samenwerking met de directie, de riskmanager en de externe compliance officer. Ten slotte hebben wij de begrote en gerealiseerde kosten van Monolith N.V. beoordeeld en besproken.

Het besluit tot het fuseren van Monolith Duitsland B.V. met Monolith N.V., is uitvoerig aan de orde geweest. Met name de positie van de Certificaathouders Monolith bij deze fusie heeft onze aandacht gekregen.
Vanuit onze toezichthoudende taak hebben wij kunnen concluderen dat de bedrijfsvoering voldoet aan de criteria zoals deze voortvloeien uit de Wet op het financieel toezicht.

Monolith had in 2019 te maken met gunstige marktomstandigheden, mede als een reactie op de sterk negatieve koersbewegingen eind 2018. Dit resulteerde in een positief jaarresultaat van 16%, hoewel dit achterbleef bij het heersende marktsentiment. In ieder geval werd hiermee de weg naar de lange termijn rendementsdoelstelling van minimaal 10% weer ingezet. Ook dit jaar hebben wij als Raad van Commissarissen tezamen met de directie uitvoerig stilgestaan bij de investeringsstrategie en de invloeden van het handelen van de huidige invloedrijke spelers op de aandelenmarkten op de koersen en het effect hiervan op de geconcentreerde portefeuille van Monolith. De stevige toename van de volatiliteit blijft een factor die de nodige aandacht vergt van het management. Mede in dit kader zijn de managementrapportages aangepast om de uitvoering van de investeringsstrategie beter te kunnen faciliteren evenals de informatieverstrekking aan de Raad van Advies.
De vele tijd en energie die door de Directie gedurende het boekjaar 2018 werden besteed aan acties die noodzakelijk waren om een grote Duitse deelneming verder op het goede spoor te krijgen, hebben geleid tot een spoedig herstel van de resultaten en koers van deze deelneming.
Voorts stond de evaluatie van de accountant op de agenda van de commissarissen, evenals de evaluatie van het functioneren van de Raad zelf en de toekomststrategie van Monolith. De Raad van Commissarissen werd tijdig geïnformeerd over de te verwachten toe - en met name uittredingen in het fonds en hoe de benodigde liquiditeiten hiervoor werden aangewend of gegenereerd. Ook het Reglement privé-effectentransacties werd uitvoering besproken met de directie evenals de evaluatie van de jaarlijkse gesprekken van de directie met Certificaathouders.

De Netto Vermogenswaarde van het fonds is in het boekjaar afgenomen van € 70,9 mln. tot een Netto Vermogenswaarde van € 68,4 mln. eind 2019. Deze afname was een resultante van enerzijds koersstijgingen en anderzijds de per saldo inname van Certificaten Monolith N.V.

Het jaarverslag van de vennootschap bevat de jaarrekening over het boekjaar 2019. De jaarrekening is door de accountant van de vennootschap, Mazars N.V., gecontroleerd en voorzien van een goedkeurende verklaring. De bevindingen van de accountant zijn in onze Raad aan de orde geweest en met hen besproken. Wij stellen u voor de jaarrekening, op de komende Algemene Vergadering van Aandeelhouders, overeenkomstig de voorgelegde stukken vast te stellen.

Wij zijn de directie en medewerkers van Monolith zeer erkentelijk voor hun inzet en bijdrage aan het resultaat in een jaar dat wederom gekenmerkt werd door bijzondere uitdagingen veroorzaakt door onrust op het geopolitieke front als gevolg van onverwachte politieke ontwikkelingen in met name Europa en de Verenigde Staten.

Overeenkomstig de richtlijnen is de jaarrekening opgesteld vóór winstbestemming. Het voorstel van de directie om geen dividenduitkering te doen heeft onze instemming. Tevens stellen wij u voor de directie te dechargeren voor het gevoerde beleid gedurende het verslagjaar 2019 en de leden van onze Raad voor het daarop gehouden toezicht.

Amsterdam, 12 februari 2020

L. Deuzeman, voorzitter
H.H. van der Lof
Mevr. E.C. Brons



SCHALTBAU
Pintsch: Spoorwegovergang

VERSLAG VAN DE DIRECTIE

Hieronder volgt het verslag van de directie van Monolith N.V. over het boekjaar 2019 (1 januari 2019 tot en met 31 december 2019). Ten aanzien van het directieverslag is van belang dat Monolith en Monolith Duitsland per 2 februari 2019 zijn gefuseerd, met Monolith Duitsland als verdwijnende vennootschap en Monolith als verkrijgende vennootschap. Evenals in voorgaande jaren is voor deze verslagperiode gekozen voor een aanvullend financieel verslag waarin de balans per 31 december 2019, de proportioneel geconsolideerde resultatenrekening van Monolith over de periode 1 januari 2019 tot en met 31 december 2019 en toelichting zijn opgenomen. Als vergelijkende cijfers zijn de cijfers uit het aanvullend financieel verslag van 2018 opgenomen. De cijfers gebruikt in het hieronder volgende directieverslag zijn ontleend aan dit aanvullend financieel verslag. Na het financieel verslag volgt de jaarrekening bestaande uit de enkelvoudige balans, resultatenrekening en toelichting. Achtereenvolgens komen het behaalde resultaat, het investeringsklimaat, de investeringsstrategie, de portefeuillestructuur en het investeringsbeleid aan de orde. Vervolgens gaan wij in op de ontwikkelingen per onderneming waarin door Monolith wordt geïnvesteerd. Na de ontwikkelingen per onderneming, gaan wij kort in op de organisatie van Monolith en eindigen wij met onze vooruitzichten.

RESULTAAT

Het totale investeringsresultaat komt uit op 16,0%

De intrinsieke waarde per aandeel steeg in de verslagperiode met 16,0% van € 107,92 tot € 125,23. Er werd door Monolith geen dividend uitgekeerd en daarmee komt het totale investeringsresultaat eveneens uit op 16,0%. Het aantal bij derden geplaatste Certificaten is met 16,9% afgenomen in de verslagperiode van 657.320 naar 546.439. In het jaar 2019 is er circa € 2,1 mln. aan nieuw kapitaal ingestroomd en is er tegelijkertijd circa € 15,3 mln. aan kapitaal terugbetaald aan Certificaathouders. Deze bedragen zijn exclusief aan- en verkopen van Certificaten in verband met verplaatsingen van Certificaathouders (zoals bijvoorbeeld van privé naar B.V.). Per saldo is circa € 13,1 mln. uitgestroomd door inkoop van Aandelen. Als gevolg van de bovengenoemde stijging van de intrinsieke waarde per Aandeel en inkoop van Aandelen is de netto vermogenswaarde per saldo gedaald van € 70,9 mln. naar € 68,4 mln.

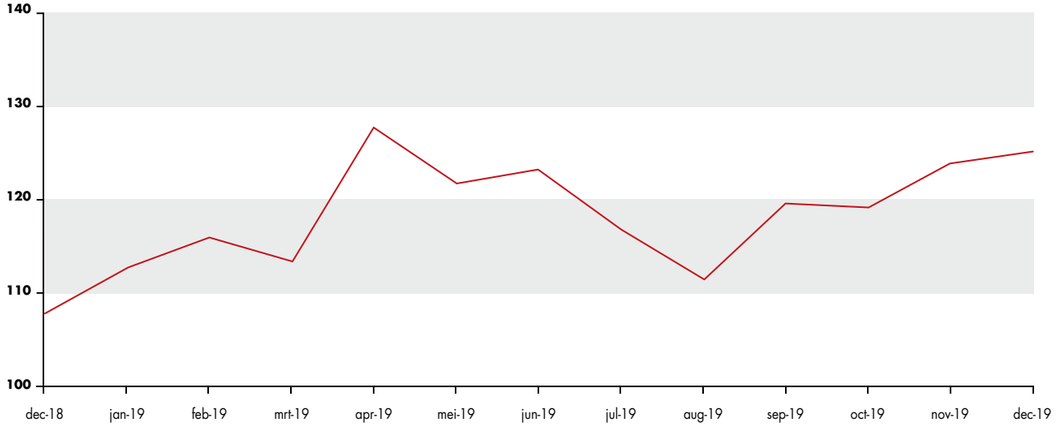
	31/12/2019	31/12/2018
NETTO VERMOGENSWAARDE*	€ 125,23	€ 107,92
NETTO VERMOGENSWAARDE**	€ 68,4 mln.	€ 70,9 mln.
UITSTAANDE AANDELEN	546.439	657.320
UITGEKEERD DIVIDEND	-	-

** per aandeel; ** totaal*

Aan het begin van de verslagperiode bestond de portefeuille uit een zestal fiscale deelnemingen, namelijk Amsterdam Commodities N.V. (Acomo), Berentzen Gruppe AG (Berentzen), Dr. Hönle AG (Dr. Hönle), Kendrion N.V. (Kendrion), Masterflex SE (Masterflex) en Schaltbau Holding AG (Schaltbau). Daarnaast werd er nog een belang aangehouden in Solar B (Solar), alsmede een kleiner belang onder het kopje 'overige'. In de eerste maanden van het jaar is die laatstgenoemde positie geheel verkocht. Overigens betrof dit niet echt een belangrijke verkoop. De belangrijkste verkoop van Monolith betrof een deel van het belang in Acomo. Gedurende het hele boekjaar is dit belang geleidelijk teruggebracht. Daar waar het portefeuillegewicht van de toenmalige nummer drie van de portefeuille per ultimo 2018 circa 17% was, liep dit terug naar circa 10% per ultimo 2019. Een andere belangrijke verkoop betrof een deel van de aandelenpositie in Dr. Hönle. Ook hier is gedurende het gehele jaar wat van de positie afgeschild. Bij Schaltbau, de nummer één van de

NETTO VERMOGENSWAARDE MONOLITH N.V. PER AANDEEL

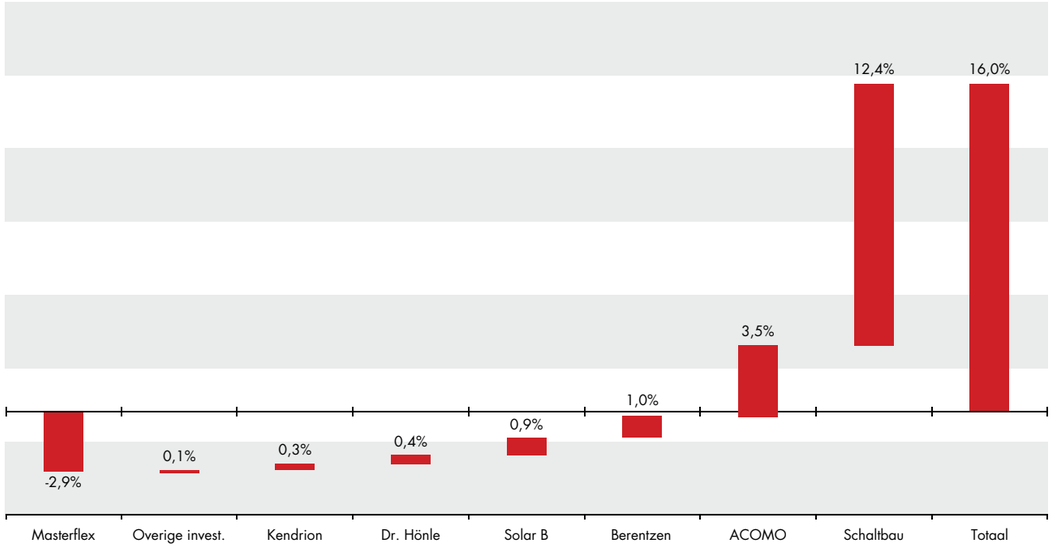
(periode 31/12/2018 - 31/12/2019)



portefeuille, is er voor gekozen om richting het jaareinde, na een forse koersstijging gedurende het boekjaar, de positie wat te trimmen. In geval van Masterflex is het kapitaalbelang gehalveerd. Ten slotte was er een aantal kleinere verkopen waaruit contanten werden verkregen, zoals uit de verkoop van de positie in het Nederlandse Binck Bank N.V. na aankondiging van de overname door de Scandinavische branchegenoot Saxo Bank. Verder was er een kleinere verkoop in Berentzen. De vrijgekomen liquide middelen werden vooral gebruikt om het kapitaal terug te betalen aan ter inkoop aangeboden aandelen Monolith. Daarnaast is het gebruikt om kleine belangen aan te kopen in twee nieuwkomers, waarvan wij de naam nog niet bekend maakten. Daarmee is richting het jaareinde een start gemaakt. Aan het einde van het afgesloten boekjaar namen deze ondernemingen de achtste en negende plaats in de portefeuille in. In geval van Solar bleef het belang ongewijzigd.
Nederlandse, Duitse en Scandinavische ondernemingen zijn nu goed voor respectievelijk circa 31%, 58% en 11% van de portefeuille. Onder 'Portefeuillestructuur en investeringsbeleid' wordt nader ingegaan op de mutaties.

De belangrijke positieve kracht achter de prestaties van Monolith was Schaltbau en, zij het in beduidend mindere mate, Acomo. Het aandeel Schaltbau steeg circa 68% in koers. Schaltbau, de nummer één van de portefeuille, was daarmee het aandeel met de grootste procentuele koersstijging. Daarnaast is het zo dat, rekening houdend met het grote relatieve gewicht in de portefeuille, Schaltbau, de belangrijkste positieve bijdrage aan het totale rendement over 2019 van Monolith leverde. Zo blijkt uit onderstaande contributiegrafiek dat dit verreweg het grootste deel van het positieve rendement verklaart. Acomo, de nummer vijf in de portefeuille, kende in 2019 een koersstijging van circa 19%, waarmee de enorme koersdaling van 2018 gedeeltelijk werd ingehaald. Daarnaast werd een dividend ontvangen van € 1,- per aandeel. Het totale rendement op de positie beliep circa 25%. Op het aandeel Berentzen werd een koersrendement gemaakt van 10%. De 'total return' beliep 14,6%. Het aandeel Solar, de nummer vier uit portefeuille, maakte in de verslagperiode een koersstijging door van 5,8%, inclusief het dividend beliep het resultaat 10,4%. Het aandeel Dr. Hönle was in 2019, evenals in 2018, zeer volatiel. Tot aan de zomer steeg de koers van het aandeel heel behoorlijk, maar daarna smolt die winst helaas weer geheel weg. Uiteindelijk kwam het aandeel uit op een bescheiden positief koersresultaat van 1,8%. Rekening houdend met het uitgekeerde dividend van € 0,80 per aandeel kwam het totale rendement uit op 3,6%. De beurskoers van Kendrion wist zich in 2019 nog niet te herstellen van de klap van 2018. De koers bleef vrijwel onveranderd. Inclusief het dividend beliep het resultaat 4,3%. De koers van het aandeel Masterflex daalde met 36,5% en was daarmee de grootste daler in portefeuille.

CONTRIBUTIE VAN DE VERSCHILLENDE INVESTERINGEN AAN HET TOTALE RENDEMENT OVER 2019 (%)



In het bovenstaande wordt steeds gesproken over het rendement van één aandeel in de portefeuilleonderneming. Om te komen tot de bijdrage aan het totale rendement van Monolith dient rekening te worden gehouden met de relatieve gewichten van de verschillende investeringen en de verschuivingen daarvan in de tijd. Onderstaande grafiek toont de bijdrage van verschillende aandelen in onze portefeuille aan het totale rendement van Monolith.

Resultaten Monolith versus referentie-indices in de verslagperiode

Monolith kent geen benchmark. De investeringsstrategie leidt tot een sterk geconcentreerde portefeuille in small-caps en laat ruimte voor een significante debetstand dan wel een (tijdelijke) grote kaspositie. Een vergelijking met een (Nederlandse, Duitse of Europese) aandelenindex is daarom niet opportuun. Om de prestaties van Monolith toch enigszins in perspectief te plaatsen, is in onderstaande tabel een aantal referentie-indices aangehaald, die de algemene omstandigheden op de aandelenmarkten weergeven en kunnen helpen om het behaalde resultaat in perspectief te plaatsen. Ten slotte moet nog worden opgemerkt dat het rendement van Monolith als gevolg van de geconcentreerde portefeuille grote uitslagen kan laten zien. Het resultaat van Monolith is berekend op basis van de intrinsieke waarde (i.e. na aftrek van alle kosten, incl. belasting en prestatievergoeding).

De belangrijkste centrale banken speelden in 2019 nog steeds een dominante rol op de financiële markten. Sinds de grote financiële crisis van bijna 10 jaar geleden hebben zij massief geïntervenieerd om de economie te laten herstellen. Door die omvangrijke monetaire stimuleringsmaatregelen veroorzaakten zij ultra lage renteniveaus en geringe risicopremies. Enige jaren terug werd er een beleidsdraai ingezet naar normalisatie van het monetaire beleid, waarbij de Fed als eerste dit pad op ging en de ECB na enige tijd volgde. De Fed verhoogde in 2018 in enkele stappen de beleidsrente weg van het jarenlang geldende nultarief. Deze verhogingen, inclusief de aankondiging van verdere, wakkerden de angst aan voor het einde van het extreem soepele beleid van de centrale banken, met stijgende rentestanden als gevolg. Dit was in 2018 één van de belangrijke oorzaken van nervositeit bij beleggers met dalende aandelenkoersen als gevolg. Dit laatste was overigens zeker niet alleen de schuld van de machtigste centrale bank ter wereld. Er was in 2018 nog een aantal andere stressveroorzakers voor de financiële markten, zoals de angst voor de escalatie van het handelsconflict tussen China en de VS en een wereldwijde recessie. Het beleggingsjaar 2019 werd juist gekenmerkt door een sterke afname van de bovenstaande risico's. Met het verdwijnen van de angst keerde het optimisme terug toen gedurende het verslagjaar bleek dat het risico op een wereldwijde recessie beperkt was, een ontspanningsfase aanbrak in de handelsoorlog tussen China en de VS en tenslotte de rentestanden voorlopig laag zullen blijven nadat de Fed het ingezette verkrappende beleid gedeeltelijk terugdraaide met een verlaging van de beleidsrente. Dit zorgde voor een flinke impuls aan een snel en fors herstel van de wereldwijde aandelenkoersen. Overigens liepen ook dit jaar de regionale performances weer behoorlijk uiteen. Een ding hadden ze gemeen, nl. ze eindigden allen heel dik in de plus. De aandelen in de VS, overigens al een jarenlange outperformer, deden het opnieuw beter dan hun Europese evenknieën. Het jaar 2019 zal voor aandelenbeleggers de boeken ingaan als één van de beste jaren, terwijl zij bij aanvang van het jaar, met de hevige angst van het vierde kwartaal van 2018 - waarin de aandelenkoersen fors onderuit gingen - nog in de benen, het beursjaar 2019 zeker niet met veel vertrouwen tegemoet zagen.

Overigens is nog relevant dat de sterke koersstijgingen gepaard gingen met een gebrek aan winstgroei en er dus toe hebben geleid dat de koerswinstverhoudingen in 2019 sterk zijn opgelopen. Nader inzoomend op de winsten van het bedrijfsleven: gedurende het jaar bleek dat door de markt ingeschatte winstgroei te hoog was. Op zich verwondert dat niet. Historisch gezien zijn analisten vaak te optimistisch gebleken en zitten zij doorgaans te hoog met hun taxaties. Ook dit jaar dienden zij hun winsttaxaties meermaals neerwaarts bij te stellen. Uiteindelijk, richting het einde van de verslagperiode, bleek zowel in Europa als de VS dat de winstgroei voor 2019 zo goed als afwezig was. Voorwaarts kijkend is het zo dat voor wat betreft Europa de winsttaxaties voor 2020 zo'n 8,5% hoger liggen dan het voorgaande jaar. In de VS was het beeld in 2019 ongeveer gelijk aan Europa. Ook daar werd aanvankelijk een winstgroei verwacht van circa 10%, maar gedurende het jaar slonken de taxaties uiteindelijk richting de nullijn. Voor 2020 wordt door de markt voor deze regio een winstgroei van 9,5% verwacht. Gegeven de historie en onze eigen inschatting zal dit opnieuw te hoog blijken en gaan we gedurende het jaar opnieuw neerwaartse aanpassingen zien. Ons lijkt 2%-4% realistischer. In het algemeen zijn de verwachtingen ten aanzien van de omzet –bescheiden toename-, maar veel analisten zetten ook (nu weer) in op marge-verbetering. Ons inziens past dat niet bij de huidige fase van de conjunctuurcyclus, zowel in VS als in Europa.

Al met al was 2019 een goed jaar voor aandelen, waarbij deze bijzondere prestatie wel in de context moet worden geplaatst van een zeer teleurstellend verlopen beleggingsjaar 2018, toen aandelenkoersen wereldwijd onderuit gingen.

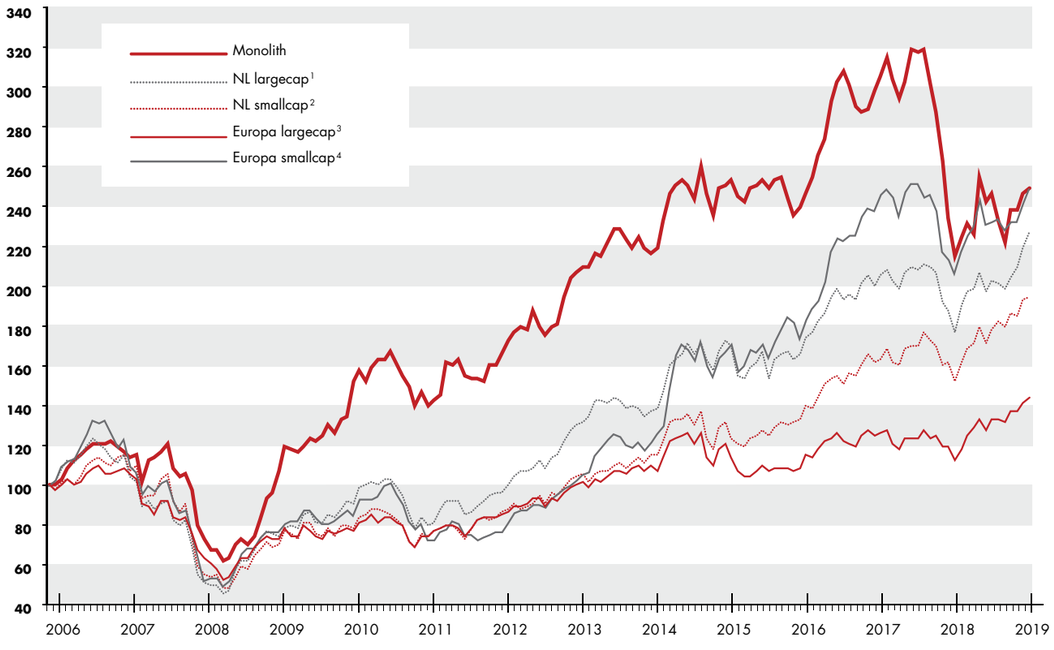
Monolith kon profiteren van het heersende marktbeeld, al moet gezegd worden dat het fonds het plotse en sterke herstel van aandelenmarkten in het algemeen vooral in de eerste maanden van de verslagperiode niet kon bijhouden. In het jaarverslag over 2018 spraken wij over het buitengewoon hoge rendementspotentieel van onze portefeuille. Dat heeft zich in de verslagperiode maar ten dele gematerialiseerd. Daarnaast had Monolith in relatieve zin opnieuw een moeilijk jaar. De buitengewoon stevige koersstijgingen van de referentie-indices konden niet worden bijgehouden. Een belangrijke verklaring voor het achterblijven was het uitblijven van het koersherstel, na de klap van 2018, bij portefeuillezwaargewicht Kendrion. Een andere verklaring is dat met 2019 (opnieuw!) een jaar is afgerond waarin de waarde-strategie, zoals door Monolith gevolgd, achterbleef bij de op groei gerichte strategieën. Zo bleef de MSCI Europe Value Index maar liefst 12,6% achter bij de MSCI Europe Growth Index (20,4% versus 33,1%).

Ondanks de moeilijke recente jaren, is de staat van dienst van Monolith sinds de start onverkort solide en ligt de netto vermogenswaarde per aandeel van het fonds ver boven de startwaarde van oktober 2006. Dit terwijl er in deze

MONOLITH VS. REFERENTIE INDICES	2019	GEANNUALISSEERD SINDS START
MONOLITH	**16,0%**	**7,2%**
NEDERLANDSE LARGECAPS[1]	28,5%	5,2%
NEDERLANDSE SMALLCAPS[2]	20,5%	7,2%
EUROPESE LARGECAPS[5]	27,4%	2,8%
EUROPESE SMALLCAPS[6]	29,3%	6,5%

1. AEX Index; 2. ASCX Index; 3. EuroStoxx50 Index; 4. HSBC European Smaller Co | Index: Allen op herbeleggingsbasis

MONOLITH N.V. VS REFERENTIE-INDICES SINDS START (PERIODE 31/10/06 - 31/12/19) GEÏNDEXEERD



1. AEX Index; 2. ASCX Index; 3. Euro Stoxx50 Index; 4. HSBC European Smaller Co Index: Allen op herbeleggingsbasis | Bron: Bloomberg

periode (van iets meer dan 13 jaar) meerdere momenten waren waarop de marktomstandigheden alles behalve rooskleurig waren en zelfs regelmatig behoorlijk volatiel. De aandeelhouders van het eerste uur hebben hun inleg meer dan verdubbeld. Sinds de start is er een positief rendement behaald van circa 150%. Dat komt neer op een samengesteld rendement van 7,2% per jaar. Overigens voldoet het daarmee per verslagultimo (zoals eerder genoemd, sinds 2018) niet aan onze middellangetermijndoelstelling van 10%. Over een vijfjaarsperiode, wat ons betreft de middellange termijn waaraan in dit verslag geregeld wordt gerefereerd, is het beeld nog wat extremer. Wordt de periode 31/12/2014 - 31/12/2019 bezien, dan rolt een geannualiseerd resultaat van 2,7% uit de berekening. Met andere woorden: de Netto Vermogenswaarde per aandeel is in die periode maar heel beperkt gestegen. Een uiterst teleurstellende vaststelling. Overigens werd tot aan de zomer van 2018 met 10,7% wel ruim aan de gehanteerde doelstelling voldaan. Ons inziens blijkt uit het bovenstaande duidelijk hoe een historische beoordeling van het resultaat toch wel behoorlijk moment- en periodeafhankelijk is.

Het relatieve resultaat over de verslagperiode 2019 blijft, zoals hierboven genoemd, achter bij het algemene beursbeeld. De resultaten van de door ons gebruikte referentie-indices liepen in de verslagperiode overigens behoorlijk uiteen, maar allen bleven Monolith voor. In Europa presteerden de kleinere beursgenoteerde aandelen beter dan de largecaps. De smallcaps, gemeten aan de hand van de HSBC European Smaller Companies Index, stegen met 29,3%. De Duitse smallcaps presteerden in lijn met deze index en stegen met maar liefst 31,6%. Het rendement van de Europese grote beursgenoteerde ondernemingen, gemeten aan de hand van de Euro STOXX 50 steeg met circa 27%. De stijging van de Amsterdamse AEX op herbeleggingsbasis beliep 28,5%. Met betrekking tot de laatste zij aangetekend dat deze index niet echt representatief is te noemen om het beursbeeld van de Nederlandse largecaps weer te geven. Zwaargewicht ASML (bijna 18% van het indexgewicht) trok met een koersstijging van meer dan 90% het indexniveau in zijn eentje hard omhoog. Dit is eigenlijk een beeld wat men bij veel aandelenindices ter wereld terugvindt. Zo is ASML ook een zwaargewicht in de EuroStoxx50 Index. Voor de VS geldt bijvoorbeeld dat enkele zwaarwegende technologiebedrijven grotendeels verantwoordelijk zijn voor het indexresultaat. Zo stuwden Apple en Microsoft, samen goed voor meer dan 20% van het indexgewicht van de S&P100 Index, met koersstijgingen van circa 90% en 60%, het indexniveau bijna 40% hoger. Geïllustreerd wordt daarmee de excessieve afhankelijkheid van de belangrijkste aandelenindices van een relatief klein aantal grote beursgenoteerde ondernemingen. Na opnieuw een grote stijging van vooral de technologiesector is het gewicht van de S&P Technology op het hoogste niveau gekomen sinds oktober 2000. De ontkoppeling van de hoger gewaardeerde largecap-technologie-bedrijven is nog helderder geworden. Beleggers vertrouwen deze blijkbaar toe dat zij verdere innovaties zullen voortbrengen die ook nog de structuren in andere branches zullen openbreken.

Een langere evaluatieperiode zegt veelal meer over de consistentie van de prestaties van een fonds. Daarom is in de onderstaande grafiek de ontwikkeling van de netto vermogenswaarde van Monolith sinds de start op 1 november 2006 afgezet tegen eerder genoemde indices die een beeld geven van de beursontwikkelingen. Monolith bestaat inmiddels meer dan dertien jaar. De relatieve prestaties van Monolith zijn over die periode, zowel ten opzichte van (inter)nationale indices als andere (inter)nationale aandelenfondsen, in positieve zin nog steeds onderscheidend. Sinds de start in oktober 2006 is er, ondanks de terugval in de tweede jaarhelft van 2018, een flink rendementsverschil in het voordeel van Monolith ten opzichte van drie van de vier referentie-indices. In onze ogen zijn deze absolute en relatieve resultaten op de lange termijn het beste bewijs dat onze strategie heeft gewerkt.

Tot besluit, weliswaar is het teleurstellend om te moeten vaststellen dat het resultaat over de verslagperiode achterblijft bij het algemene beursbeeld, maar is het jaarresultaat van 2019 wel zodanig dat het er voor heeft gezorgd dat het geannualiseerde rendement sinds de start van het fonds weer wat is verbeterd en terug kruipt richting de 10%-doelstelling, nadat dit door het zeer negatieve resultaat van Monolith over 2018 een enorme drukkende invloed had op zowel de korte als de lange termijnresultaten. Met de stijging van de Netto Vermogenswaarde van 2019 is het in 2018 opgelopen verlies weliswaar nog niet ingehaald, maar gaan wij er nog steeds van uit dat het een tijdelijke dip betreft. Zoals eerder aangegeven stond de portefeuillewaardering per ultimo 2019 (nog steeds) op een historisch dieptepunt. Uit de paragraaf ‘Ontwikkelingen per onderneming’ blijkt dat wij een aanzienlijke discrepantie zien tussen de huidige beurswaarde en de door ons getaxeerde onderliggende waarde van de ondernemingen in portefeuille. Op basis daarvan zien wij dan ook ongebruikelijk veel rendementspotentieel voor Monolith. Naar onze inschatting zal dit zich binnen een termijn van twee à drie jaar gaan materialiseren.

Bestemming resultaat

Op grond van het prospectus van Monolith worden ontvangen dividenden en rente, evenals vermogenswinsten, in beginsel niet uitgekeerd maar geherinvesteerd. De directie zal aan de vergadering van aandeelhouders dan ook het voorstel doen om te besluiten over het boekjaar 2019 geen dividend uit te keren.



SOLAR
AutoStore (logistiek voor onderdelen op de bouwplaats) in Nederland

INVESTERINGSKLIMAAT

Zwakste groei wereldeconomie in tien jaar…

Macro-economisch gezien was 2019 een jaar met de zwakste economische expansie sinds 2008/2009 toen de financiële crisis op zijn hevigst was. De wereldwijde economie groeide naar verwachting met maar circa 3,0%. In 2018 lag dit groeipercentage nog op 3,6%. In alle regio's was er sprake van een synchrone groeivertraging, die in de laatste kwartalen van 2018 was begonnen. De belangrijkste oorzaken voor de lage groei waren de handelsconflicten, met name die tussen de VS en China, toenemende geopolitieke spanningen en twijfel over "internationale samenwerking in het algemeen". De Amerikaanse economische groei viel terug naar 2,4%. Dat is weliswaar een stuk lager dan in 2018 (2,9%), maar wel beduidend hoger dan het niveau in de eurozone. In de eurozone liep de economische groei terug naar circa 1,1%. In Europa had met name Duitsland het relatief zwaar te leiden onder een haperende economie. De economische groei beliep daar in 2019 niet meer dan circa 0,5%. Ook in China zwakte de economische groei af, hoewel die met circa 6% op een relatief hoog niveau blijft.



BERENTZEN
Puschkin: Freeze Edition Vodka

…resulteert in monetaire verruiming

De belangrijke centrale banken waren bereid om maatregelen te treffen om de economische groei te ondersteunen. Daarbij was de koerswissel van de Fed het opvallendst. Waar in 2018 nog onvoldoende aanleiding werd gezien om de normalisatie van het monetaire beleid te onderbreken en enkele verhogingen van de Fed funds rate werden doorgevoerd, werd de beleidsrente in het jaar 2019 driemaal met 0,25% verlaagd naar 1,5% ultimo 2019.

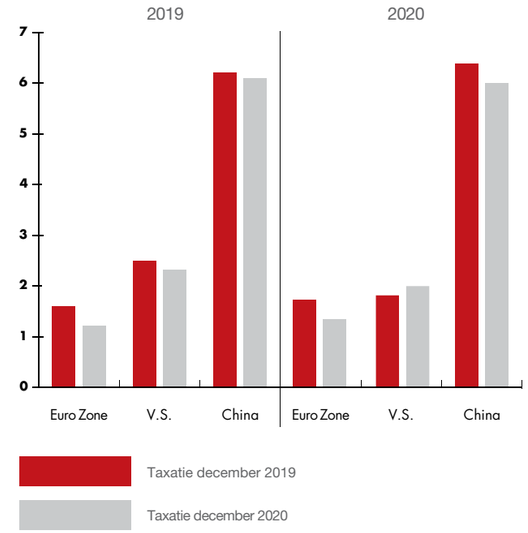
Daarmee kwam dus een abrupt einde aan de juist ingezette periode van verkrapping van het monetaire beleid. Deze draai kwam voor beleggers als een verrassing. Het was dan ook één van de belangrijkste redenen voor het positieve sentiment op de financiële markten. Ook bij de Europese Centrale Bank (ECB) was er sprake van een omslag van het monetaire beleid. Het pad naar normalisering werd verlaten en er werd gekozen voor een hernieuwde verruiming van het beleid door het bij aanvang van 2019 stilgelegde opkoopprogramma voor obligaties in het vierde kwartaal te hervatten.

Risico op een handelsoorlog zorgt voor volatiliteit

In 2019 werden de macro-economische ontwikkelingen in hoge mate beïnvloed door tal van (geo-)politieke risico's. Verreweg de belangrijkste was het handelsconflict tussen de VS en China. In de eerste vier maanden van het jaar 2019 leek het erop dat er vorderingen gemaakt werden in de handelsbesprekingen tussen beide landen om tot een oplossing te komen. In mei werd de optimistische stemming kortlopend vertroebeld na een tweet van de Amerikaanse president Trump waarin hij aankondigde de invoerheffingen op Chinese producten fors te gaan verhogen. Niet lang daarna sloten de landen echter een 'wapenstilstand' en kondigden een vervolg aan van de handelsbesprekingen. Daarmee was het conflict natuurlijk niet opgelost maar was er wel weer ruimte voor optimisme. Zeker ook doordat actief monetair beleid van vooral de Fed het vertrouwen schraagde dat er geen sprake zal zijn van een wereldwijde recessie.

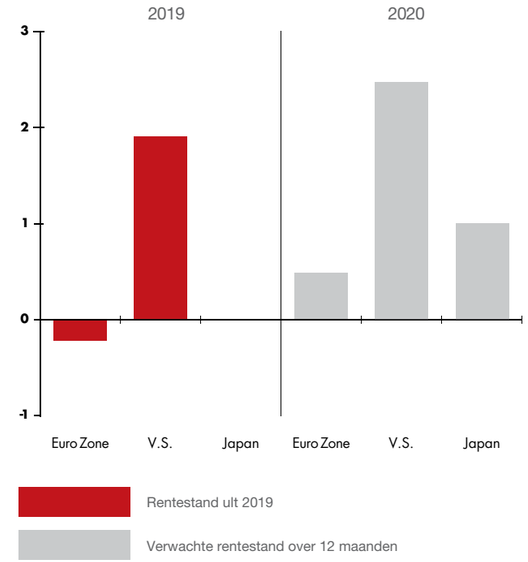
Voor 2020 wordt een gematigde mondiale groei voorzien van 3,3%. In Europa speelde het gekrakeel rondom de Brexit voortdurend een rol. Weer een jaar verder is er nog steeds geen compromis bereikt over de voorwaarden voor samenwerking na de uittreding.

VERWACHTING ECONOMISCHE GROEI (%)



Bron: Consensus Economics

KAPITAALMARKTRENTE (%)



Bron: Consensus Economics

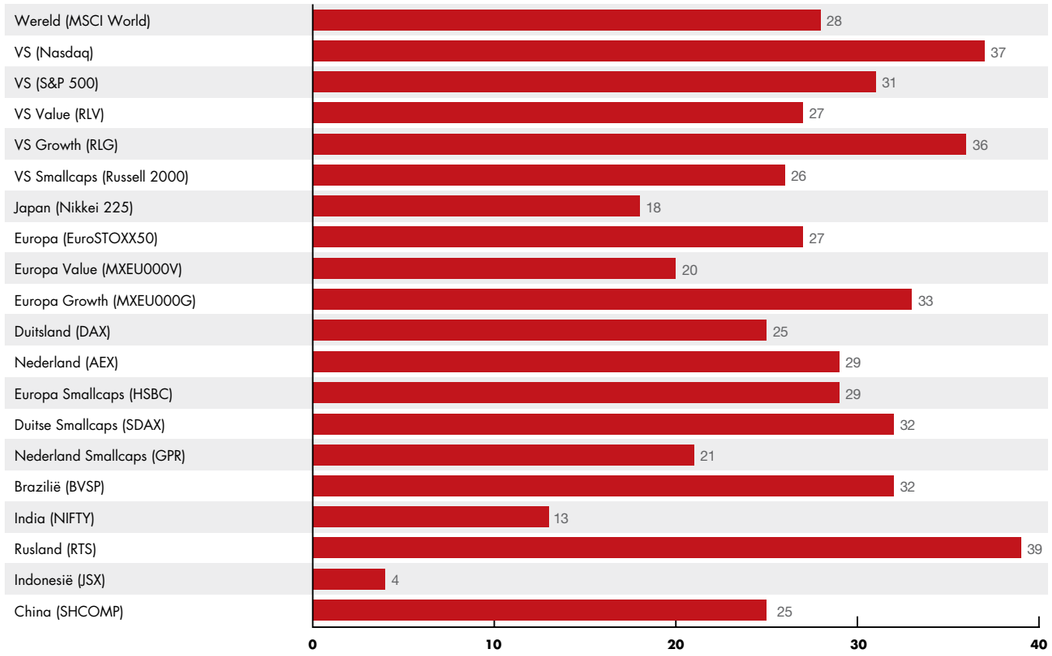
ONTWIKKELING EFFECTENBEURZEN

Meeste beleggingscategorieën op dikke winst

Beleggers kunnen op een uiterst succesvol jaar 2019 terugblikken. Bijna alle beleggingscategorieën eindigden in 2019 ver in het groen. Dat is op zich een vrij uitzonderlijke situatie, maar laat zich vooral verklaren doordat in het vorige boekjaar juist het omgekeerde het geval was.
Wereldwijde aandelenmarkten kenden een buitengewoon goed jaar. De monetaire koerswissel van de Fed, het Amerikaanse stelsel van centrale banken, terug naar juist een verruimend beleid, dreef de koersen naar boven. Tegelijkertijd steeg het optimisme rondom het conflict tussen de economische grootmachten VS en China. De gegeven impuls aan de aandelenkoersen werd overigens niet geschraagd door de gemiddelde winstgroei bij de beursgenoteerde ondernemingen. Dit heeft er toe geleid dat de koerswinstverhoudingen in 2019 sterk zijn opgelopen. Het bijzonder hoge rendement moet wel geplaatst worden tegen de achtergrond van het zeer teleurstellende vierde kwartaal 2018, toen wereldwijd de aandelenkoersen stevig onderuit gingen. Overigens eindigden zo'n beetje alle regio's in de plus. De Amerikaanse indices presteerden (opnieuw) relatief goed en wisten in dollartermen meer dan 30% stijging op te tekenen. De economische verwachtingen aldaar zijn dan ook relatief goed ten opzichte van andere regio's, waar de afkoeling sterker naar voren kwam. De Europese indices konden over het algemeen koerswinsten van iets minder dan 30% optekenen. Aandelen in opkomende markten toonden een divers beeld, waarbij China zich evengoed sterk wist te herstellen van het jaar 2018, waarin Chinese aandelen een buitengewoon moeilijk jaar hadden.

RENDEMENT AANDELENINDICES

Periode 31/12/2018 - 31/12/2019, in lokale valuta (in %)



Allen op herbeleggingsbasis
Bron: Bloomberg

Groei-aandelen outperformden waarde-aandelen en cyclische waarden presteerden beter dan de defensieve waarden. De technologie bedrijven stegen met circa 50% en waren binnen de wereldindex de belangrijkste aanjager achter de outperformance van cyclische waarden. Een defensieve sector zoals 'nutsbedrijven' steeg maar met 15%.

Euro-staatsobligaties behaalden, ondanks het lage renteniveau aan het begin van 2019, een heel aardig positief rendement. Gemiddeld genomen kwam dat uit op 7,2%. De winst lag gedurende het jaar op een hoger niveau, maar als gevolg van een rentedraai in Europa na de zomer (door de positieve berichten over de handelsdeal tussen China en de VS) moesten de staatsobligaties uit deze regio een behoorlijk deel van de tot dan toe behaalde koerswinst prijsgeven. Dat betrof vooral de staatsobligaties van de veilige landen (lees: Noord-Europese landen). De Duitse kapitaalmarktrente bleef laag. Aan het begin van het jaar stond deze op 0,1% om daarna te dalen naar een nieuw historisch dieptepunt van -0,71% in de zomer. In de tweede helft van het jaar krabbelde de rente wat op, maar per saldo stond de kapitaalmarkt rente ultimo 2019 nog steeds fors lager dan aan het begin van het jaar. Uiteindelijk sloot de tienjaarsrente het jaar af op een niveau van minus 0,2%.

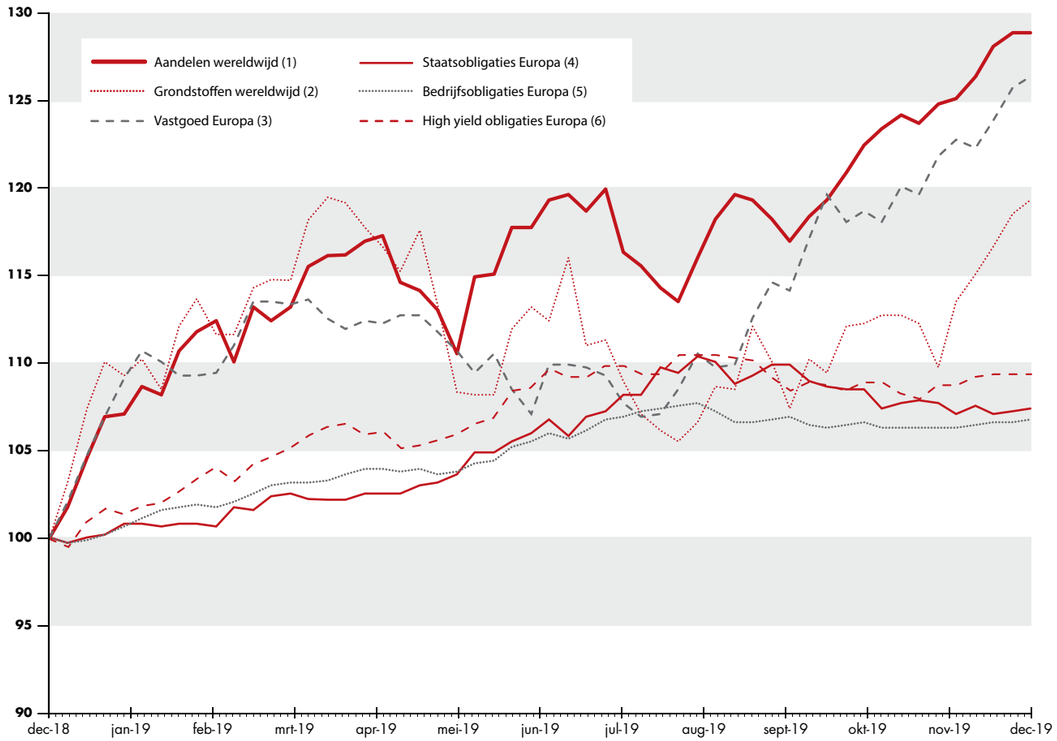
De meest veilige staatsobligaties buiten de eurozone rendeerden hoger in vergelijking tot Duitse staatsobligaties. Hiervoor zijn twee oorzaken. Ten eerste is de effectieve rente op Amerikaanse en Britse staatsobligaties hoger dan die op Duitse staatsobligaties. Ten tweede gingen de kapitaalmarktrentes in deze landen harder omlaag. Zo daalde de Amerikaanse 10-jaarsrente door de tegenvallende economische data en de renteverlagingen van de Fed van 2,7% naar 1,8%. In de zomer van 2019 zakte de Amerikaanse 10-jaarsrente zelfs tot onder de 1,5%.
Investment grade bedrijfsobligaties genoteerd in euro behaalden een relatief hoog positief rendement. Door de zogenaamde 'search for yield' onder beleggers lieten de risico-opslagen gedurende het jaar een gestage daling zien. In combinatie met de lagere kapitaalmarktrente resulteerde dat in een mooie plus.
Met een totaalrendement van ruim 11% was 2019 het beste jaar voor de beleggingscategorie grondstoffen sinds 2007. Dit relatief hoge positieve rendement was vooral toe te schrijven aan de energie gerelateerde grondstoffen. De olieprijs was volatiel. Productiebeperkingen van de OPEC-landen, zorgen om de wereldeconomie en spanningen in het Midden-Oosten, vertaalden zich in pieken en dalen. Per saldo steeg de prijs van een vat Brent



olie met bijna 27% naar $69. Ook de edelmetalen hadden een goed jaar. In de zomer, toen de Duitse rente zakte naar een historisch dieptepunt en de aandelenmarkten corrigeerden, liep de goudprijs sterk op. De goudprijs steeg in korte tijd met 20% naar het hoogste niveau sinds 2012. De goudprijs wist zich op dit hoge niveau te handhaven en sloot het jaar af boven de $1.500 per troy ounce. Op de valutamarkt stond de euro onder druk ten opzichte van vrijwel alle andere belangrijke valuta's. De tegenvallende Europese macro-economische data, de negatieve rente en het opnieuw opstarten van het opkoopprogramma droegen allemaal bij aan de zwakte van de munt. Ten opzichte van de Amerikaanse dollar verloor de euro circa 2%. Eind 2018 leverde iedere euro nog $ 1,15 op, terwijl dat eind 2019 $ 1,12 was. Het Britse pond apprecieerde echter het meeste ten opzichte van de euro. Dit had vooral te maken met het wegebben van de onzekerheid over de brexit en het doorbreken van de politieke patstelling in de Britse politiek door de grote verkiezingswinst van Boris Johnson. Na een matig 2018 wonnen de valuta's uit opkomende markten terrein terug ten opzichte van de euro. Vooral de Russische roebel steeg relatief sterk, onder meer door de opleving van de olieprijzen.
Al met al was 2019 een zeer positief beleggingsjaar, waarin alle belangrijke beleggingscategorieën een positief rendement haalden.

AANDELEN VS ANDERE BELEGGINGSCATEGORIEËN

(periode 31/12/2018 - 31/12/2019) geïndexeerd



1. MSCI World Index; 2. S&P Goldman Sachs Commodity Index; 3. FTSE EPRA/NAREIT Europe Index; 4 iBoxx Euro Sovereign Index; 5.iBoxx Euro Corporate Index; 6. iBoxx Euro High Yield | Index: Allen op herbeleggingsbasis | Bron: Bloomberg

INVESTERINGSSTRATEGIE

Monolith hanteert een (onveranderde) investeringsstrategie die als volgt is samen te vatten:

- De portefeuille bestaat grotendeels uit een beperkt aantal investeringen die een belang in een smallcap-onderneming vertegenwoordigen van circa 3% tot 15%. De portefeuille is aldus als 'geconcentreerd' te beschouwen;
- Deze belangen worden genomen in bedrijven waarvan, naar het oordeel van de directie, sprake is van een lage beurswaarde(ring) die geen of onvoldoende recht doet aan de werkelijke onderliggende waarde van de onderneming;
- Het oogmerk van het nemen van deze belangen is om, mogelijk in actieve en constructieve dialoog met de ondernemingsleiding, de redenen voor de onderwaardering bloot te leggen, weg te nemen en uiteindelijk de 'verborgen' waarde te realiseren. Daar waar nodig en mogelijk, wordt samenwerking gezocht met andere invloedrijke aandeelhouders.
- In de dagelijkse uitvoering heeft de directie een flexibele aanpak. Zo mag Monolith onder meer een aanzienlijk percentage van de netto vermogenswaarde (in beginsel maximaal 25%) aan vreemd vermogen aantrekken.
- Met deze strategie ambieert Monolith om voor haar aandeelhouders op de middellange termijn (3 tot 5 jaar) een rendement ('total return') van gemiddeld meer dan 10% per jaar te behalen.

Zoals beschreven in het jaarverslag van 2018 is, mede tegen de achtergrond van het slechte resultaat van dat jaar, in 2019 samen met de Raad van Advies en een externe deskundige een analyse gedaan van onze investeringsstrategie en de daaraan gekoppelde werkwijze. Daaruit is geconcludeerd dat strategie en processen goed "staan", waarbij in de marge wat aanpassingen zouden kunnen worden aangebracht in een aantal fasen van het investeringsproces. In het verslagjaar is daaraan uitvoering gegeven, waarbij met name de kwantitatieve onderbouwing van de beleggingsbeslissingen is vergroot. Dit werd medemogelijk gemaakt door de komst van beleggingsanalist Philip Scholte. Met de doorgevoerde procesmatige en organisatorische aanpassingen zijn de mogelijkheden directer en scherper met elkaar en met de Raad van Advies te communiceren, verruimd. Waar mogelijk zal dit aanpassingsproces ook in de komende jaren uiteraard voortgang vinden.



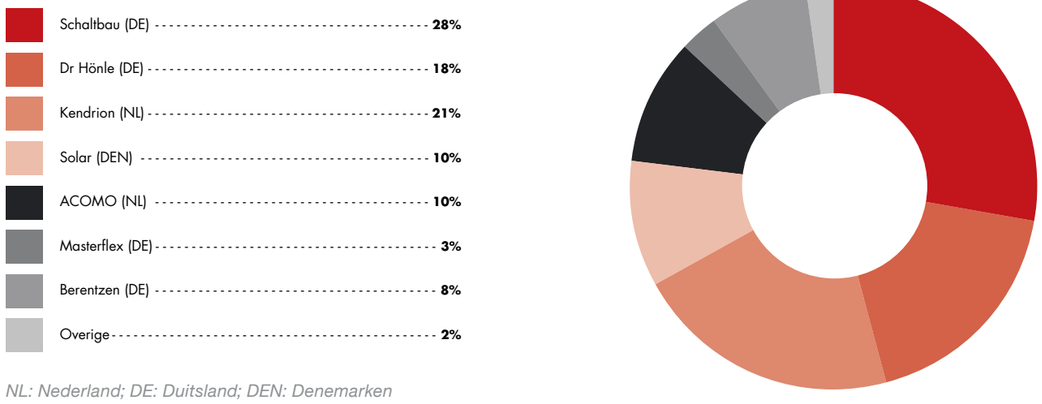
AMSTERDAM COMMODITIES
Snick Euro Ingredients: Product blenden

PORTEFEUILLESTRUCTUUR EN INVESTERINGSBELEID

Monolith is het jaar begonnen met een netto vermogenswaarde van circa € 71 mln., waarbij er een debetstand was van circa 2%. De stortingen en onttrekkingen op de transactiedagen in de verslagperiode resulteerden per saldo in vermindering van € 13,1 mln. in het kapitaal.
Op 31 december 2019 had Monolith negen investeringen in portefeuille en is daarmee, conform de doelstelling, als sterk geconcentreerd aan te merken. In de eerste maanden van het verslagjaar zijn twee kleinere belangen geheel verkocht, waaronder Binck Bank. Daar is de gestanddoening van het bod van Saxo Bank, vanwege de lange afwikkelingsduur, niet afgewacht en zijn de aandelen via de beurs verkocht. Verreweg de belangrijkste verkoopopbrengst van het verslagjaar werd gerealiseerd door de verdere gedeeltelijke afbouw van de positie in Acomo. Geleidelijk en gedurende het gehele boekjaar werd voor een tegenwaarde van circa € 7,2 mln. aan aandelen verkocht. Als gevolg daarvan daalde het portefeuillegewicht naar circa 10% aan het einde van de verslagperiode maar nam daarmee evengoed nog steeds een relatief belangrijke plaats in. Overigens eindigde in 2019 de driejaarsperiode waarin de zogenaamde aflopende deelnemingsvrijstelling gold. Sindsdien zijn de koerswinsten en dividenden ten aanzien van Acomo niet meer fiscaal onbelast. In geval van Schaltbau werd de positie met circa € 3 mln. afgebouwd. Als gevolg van een forse koersstijging gedurende het jaar was het gewicht dusdanig ver opgelopen dat wij dit in de laatste maand van het jaar enigszins hebben teruggebracht. Schaltbau was per jaarultimo de nummer één van de portefeuille. De in geldtermen daaropvolgende grootste verkoop betrof de helft van het belang in Masterflex. In deze onderneming wordt nu nog een kapitaalbelang aangehouden van iets meer dan 5%. Tot de verkoop is besloten na opnieuw tegenvallende resultaten, onvoldoende gevoel van urgentie om in te grijpen bij zowel het management als de voorzitter van de Raad van Commissarissen, als ook dat wij er niet in slaagden om voldoende aandeelhouders achter onze veranderingsvoorstellen te krijgen. Niet onbelangrijk was ook de mogelijkheid die zich voordeed om het pakket circa 10% boven de toen geldende beurskoers te verkopen. Bij Dr. Hönle is voor circa € 2 mln. van de positie afgeschaafd. Verder was er een aantal kleinere verkopen. In het aandeel Kendrion werd gedurende het jaar beide kanten op bewogen. Zo is er onder andere meegedaan aan de kapitaalverhoging die Kendrion doorvoerde in verband met de acquisitie van Intorq. Gedurende het jaar zakte Kendrion, vooral als gevolg van de sterke koersperformance van Schaltbau, af naar de tweede plaats in de portefeuille. De opbrengsten uit verkopen van per saldo circa € 19 mln. werden voornamelijk gebruikt om aandelen van het fonds in te kopen en werd richting het jaareinde een aanvang gemaakt met de opbouw van een kleinere Duitse en Deense positie.

MONOLITH: VERDELING VAN DE AANDELENPORTEFEUILLE

(per 31/12/2019)



NL: Nederland; DE: Duitsland; DEN: Denemarken

KARAKTERISTIEKEN	MONOLITH	EUROPA	VS	WERELD
KOERS/WINSTVERHOUDING ‘19	14,8	18,5	21,5	19,7
KOERS/WINSTVERHOUDING ‘21	10,7	13,7	17,0	15,8
DIVIDENDRENDEMENT ‘20	2,5%	3,6%	1,9%	2,4%
WINSTGROEI ‘19 - ‘21	50%	36%	27%	25%

Bron: Monolith, I/B/E/S, Bloomberg

In Berentzen, Masterflex en Schaltbau wordt een belang gehouden dat de 5% grens in het aandelenkapitaal overstijgt. De fiscale deelnemingen (dus inclusief aflopende deelnemingen) vertegenwoordigen circa 78% van de portefeuille. Naast de vijf genoemde deelnemingen worden er nog posities aangehouden in Acomo, Solar en twee kleinere posities. Duitse, Nederlandse en Scandinavische ondernemingen maken 58%, 31% respectievelijk 11% van de portefeuille uit. Aan het einde van het jaar was er een kaspositie van circa van 2%.

De meeste ondernemingen in portefeuille hebben in ieder geval een aantal gemeenschappelijke elementen. Bij opname in portefeuille hadden ze een beurswaarde tussen € 50 mln. en € 500 mln. Daarnaast waren ze ten tijde van het moment van opname zo goed als ‘onontdekt’ of in ieder geval ‘under-researched’ door de beleggingsgemeenschap. In de meeste gevallen worden de portefeuilleondernemingen op papier misschien nog wel gevolgd, maar is de diepgang daarvan in zeker de helft van de gevallen summier. In zijn algemeenheid is, als gevolg van de recent gewijzigde regelgeving (MiFID II), de analistencoverage op smallcapgebied in de laatste jaren verminderd. Het feit dat onze portefeuilleondernemingen op het moment van selecteren niet of nauwelijks serieus gevolgd worden stelt ons in staat een researchvoorsprong op te bouwen, waarvan wij in de jaren daarna trachten te profiteren.

Bovenstaande tabel toont enkele karakteristieken van de Monolith portefeuille in vergelijking tot de indices MSCI Europe, VS en World op basis van taxaties voor 2019, 2020 en 2021.

De koerswinstverhouding van de portefeuille over 2021 is in absolute termen bescheiden. In ieder geval is het duidelijk lager dan het marktgemiddelde van Europa, de wereld en al helemaal in vergelijking tot de VS. Tegelijkertijd ligt de winstgroei van de Monolith-portefeuille boven het marktgemiddelde van de drie genoemde regio’s. Daarbij tekenen wij aan dat, zoals eerder aangehaald, de ervaring leert dat de taxaties van de analistengemeenschap doorgaans nogal optimistisch zijn (en vaak in de loop van het jaar neerwaartse aanpassingen behoeven), terwijl onze eigen inschattingen vrij conservatief zijn (en juist geen neerwaartse aanpassingen behoeven). De groeiverwachtingen voor onze portefeuille zijn in mindere mate afhankelijk van de macro-economische groei, maar hebben een bedrijfsspecifieke basis. Als voorbeeld kan Schaltbau worden genomen. Daar is het zo dat de winstgroei wordt gestuwd door de afname van herstructureringslasten, effecten van eerder genomen kostenbesparingen, wegvallen van verliezen van dochterondernemingen en een sterk orderboek voor de komende jaren. Kortom rekening houdend met het feit dat taxaties van de analistengemeenschap ten aanzien van het marktgemiddelde weer te positief blijken, terwijl onze taxaties ten minste in de prik zullen zijn, ziet de waardering van de portefeuille vis-a-vis het marktgemiddelde in Europa er zeer aantrekkelijk uit.

Verschillende aandelen waren korte of langere tijd geblokkeerd

Gedurende de verslagperiode waren er meerdere ondernemingen uit onze portefeuille waarin, om uiteenlopende redenen, tijdelijk niet kon worden gehandeld. Voor Schaltbau was dit het overgrote deel van het jaar het geval. Waar wij beschikten over koersgevoelige informatie waren wij gedurende langere periode niet vrij om te handelen in het betreffende aandeel. Ten slotte waren er, zoals gebruikelijk, bij tijd en wijle uitgebreide gesprekken met ondernemingen met betrekking tot dusdanig gevoelige onderwerpen dat wij er, al dan niet veiligheidshalve, voor kozen onze handel in deze aandelen te blokkeren.

Inzicht in onze (kandidaat)investeringen wordt voortdurend verbeterd

Wij streven er steeds naar om ons inzicht in de bedrijven in portefeuille te verbeteren en zo ons oordeel beter te kunnen onderbouwen. Dit doen wij onder andere aan de hand van bedrijfsbezoeken. Als onderdeel van ons werk volgen wij tevens nauwgezet de prestaties en markten van soortgelijke, zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde, ondernemingen – of onderdelen daarvan – zoals Monolith die in portefeuille aanhoudt. Ten slotte voeren wij gesprekken met industrie-experts om zo meer te leren over de omgeving van onze bedrijven.

In het afgelopen jaar is er vooral veel tijd besteed, zoals eerder al aangegeven in de paragraaf "Investeringsstrategie", aan het aanbrengen van verbeteringen in delen van onze werkwijze. Zo is onder meer de ondersteunende documentatie voor de vergaderingen met de Raad van Advies behoorlijk op de schop genomen. Daarbij is meer diepgang aangebracht zowel op portefeuilleniveau als ook op het niveau van iedere individuele portefeuilleonderneming. In onze ogen is het 'dashboard' daar belangrijk verbeterd en kan de voortgang in de (beoogde) ontwikkelingen gemakkelijker worden gemonitord en besproken. Dit werk kon voor de zomer worden afgerond. Daarna is er gewerkt aan het verbeteren van de voorbereidende documentatie ter bespreking van een investeringskandidaat die naar voren wordt gebracht vanuit de zogenaamde 'shortlist'. Door onder andere meer standaardisering en automatisering aan te brengen, is het mogelijk geworden meer en sneller ideeën op tafel te brengen en zo sneller te reageren op markt- of bedrijfsspecifieke veranderingen. Tezamen met de Raad van Advies is een aantal nieuwe ideeën beoordeeld waarvan er tegen het jaareinde uiteindelijk twee daadwerkelijk zijn geselecteerd voor de portefeuille.

Voorwaarts kijkend willen we in 2020 meer de aandacht uitbreiden naar de processen en documentatie rondom de zogenaamde 'longlist'.

De in onze organisatie aanwezige onderzoekscapaciteit hebben we in de verslagperiode dus verdeeld over het aanbrengen van verbeteringen in het investeringsproces, zoals boven beschreven, en daarnaast (vanzelfsprekend) het volgen en waar nodig begeleiden van de ondernemingen die reeds langer in de portefeuille waren opgenomen. Daarvan spendeerden wij verreweg de meeste tijd aan Schaltbau. Onze interventie-inspanningen zijn daar onverminderd intensief geweest. Ten behoeve van het werk dat uit deze situaties voortvloeide, is extra expertise ingehuurd en zijn er adviseurs (met verschillende achtergronden) ingeschakeld. Daarnaast hebben wij extra aandacht besteed aan Berentzen en Masterflex.

Al met al zijn er veel gesprekken gevoerd met ondernemingen. Naast de gesprekken met de leiding van vele ondernemingen spraken wij regelmatig met de grotere aandeelhouders van de ondernemingen in portefeuille (of op de shortlist). In het algemeen is de meeste tijd besteed aan het Duitse deel in ons universum, gewoonweg omdat dit land daarbinnen het zwaarste aandeel heeft zowel in termen van beurswaarde als aantallen. Daarna volgt Nederland. Scandinavische bedrijven maken overigens ook al langere tijd deel uit van zowel het universum als de portefeuille, op dit moment via de Deense investering in Solar. Sinds kort is er een nieuwe Deense smallcap in portefeuille opgenomen. De omvang van de Deense markt is weliswaar beperkt, maar ons inziens wel interessant.

In het algemeen richten wij ons steeds op bedrijven met een beurswaarde van tussen de € 50 mln. en € 500 mln. (waarbij de 'sweetspot' nog wel wat nauwer is te definiëren). Opgeteld voldoen enkele honderden bedrijven aan dit criterium. Een aanzienlijk deel van deze bedrijven wordt nauwelijks gevolgd door brokers of de beleggingsgemeenschap. Daarnaast is de trend dat na het van kracht worden van financiële regelgeving MiFID II in 2018, brokers hun researchinspanningen nog meer hebben toegespitst op de largecaps, omdat zij met smallcaps onvoldoende kunnen verdienen. Dus daar waar smallcaps in het verleden al veel minder werden gevolgd door de analistengemeenschap is dit in de laatste jaren nog verder doorgezet. Het aantal analisten dat smallcaps volgt is teruggelopen en de kwaliteit van de gepubliceerde research is uiterst mager en in ieder geval een stuk minder bruikbaar. Deze trend zou ons overigens in de kaart moeten spelen, omdat Monolith, door haar eigen ondernemingsresearch te doen, een grotere voorsprong kan opbouwen, zo vaker gebruik kan maken van marktinefficiënties en in staat zou moeten zijn het lange termijn rendement te verbeteren. Anderzijds kleven er ook nadelen aan deze trend en dan vooral op de korte termijn. Dan speelt nl. het nadeel dat die smallcap-ondernemingen die wij al in portefeuille hebben ook minder gevolgd worden door analisten, waardoor nieuwe informatie minder snel in de beurskoers wordt verwerkt en tevens de verhandelbaarheid kan teruglopen. De kans bestaat dat de onderwaardering dan aanvankelijk nog groter wordt en ter beurze maar blijft voortbestaan. In die zin is er dan meer nodig om de onderwaardering te doen verkleinen. Enerzijds is het mogelijk dat de onderneming in kwestie er zelf voor zorgt dat bestaande en potentiële aandeelhouders die geen of weinig eigen research doen interesse blijven houden. Daartoe dienen de financiële markten over voldoende informatie te beschikken, om zelf tot een inschatting te kunnen komen over het potentieel van de onderneming. Een andere mogelijkheid is dat de onderneming als gevolg van de onderwaardering een overnameprooi wordt voor een strategische of financiële koper. Indien nodig speelt Monolith als katalysator een rol om dit waarde-ontsluitende proces in gang te zetten. Daartoe volgen wij de ontwikkelingen op fusie- en overnamegebied op de voet. Door bureauonderzoek, gesprekken met corporate financiers, 'private equity'-spelers en andere specialisten (zoals consultants, voormalige werknemers of leidinggevenden van concurrenten) proberen wij ons een goed beeld te vormen van het potentieel van onze investeringen. Zo kunnen wij beoordelen of er betere mogelijkheden of alternatieven voor onze verschillende investeringen haalbaar zijn. In het verslagjaar is hieraan met name aandacht besteed in het kader van Schaltbau en tevens, zij het in mindere mate, voor Masterflex.

"Global Compact" principes

Monolith volgt in het algemeen een streng proces om ondernemingen te selecteren voor opname in de portefeuille. Daarbij is Monolith van mening dat het behaalde rendement op een verantwoorde wijze tot stand moet komen, waarbij er voldoende aandacht is voor milieu, maatschappij en goed ondernemingsbestuur. Monolith is ervan overtuigd dat het volgen van een verantwoord investeringsbeleid geen negatieve impact heeft op het risico- en rendementsprofiel van de geselecteerde ondernemingen en tevens geen negatieve invloed heeft op het financieel rendement. Monolith hanteert als ondergrens in het selectieproces de internationaal gedeelde normen en waarden waaraan bedrijven zouden moeten voldoen, zoals beschreven in de tien Global Compact principes van de Verenigde Naties (VN). De Global Compact principes vormen een internationaal erkend en breed gedragen normenkader voor ondernemingen en omvatten de thema's mensenrechten, arbeidsomstandigheden, milieu en anti-corruptie. De Global Compact principes zijn gebaseerd op internationale standaarden en conventies, waaronder de Universele Verklaring van de Rechten van de Mens van de Verenigde Naties; de Verklaring Betreffende de Fundamentele Principes en Rechten op het Werk van de Internationale Arbeidsorganisatie; de Verklaring van Rio Inzake Milieu en Ontwikkeling; en de Verenigde Naties Conventie tegen Corruptie. De Global Compact Principes stellen dat ondernemingen zich moeten houden aan de volgende basisregels:

- **Mensenrechten**
  1. Bedrijven moeten de bescherming van internationaal uitgevaardigde mensenrechten ondersteunen en respecteren, en
  2. ervoor zorgen dat zij niet medeplichtig zijn aan mensenrechtenschendingen.
- **Arbeidsrechten**
  3. Bedrijven moeten de vrijheid van vakvereniging erkennen en het recht op collectieve onderhandelingen handhaven, evenals
  4. het uitbannen van alle vormen van verplichte en gedwongen arbeid;
  5. de effectieve afschaffing van kinderarbeid, en
  6. de bestrijding van discriminatie in arbeid en beroep.
- **Milieu**
  7. Bedrijven moeten voorzorg betrachten bij het belasten van het milieu;
  8. initiatieven ondernemen om een groter milieubewustzijn te bevorderen, en
  9. de ontwikkeling en de verspreiding van milieuvriendelijke technologieën stimuleren.
- **Anti-corruptie**
  10. Bedrijven moeten elke vorm van corruptie tegengaan, inclusief afpersing en omkoping.

Monolith wenst via haar investeringen niet betrokken te zijn bij ernstige schendingen van internationaal erkende normen. Derhalve verwacht Monolith dat de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd, voldoen aan de Global Compact principes zoals hierboven beschreven.

Op kwartaalbasis worden de investeringen van Monolith alsmede de ondernemingen die op de shortlist staan, onderzocht op naleving van de Global Compact principes. Deze screening wordt uitgevoerd door Sustainalytics, een gespecialiseerd onderzoeksbureau. Aan het einde van het directieverslag is een verklaring opgenomen van Sustainalytics waarin de resultaten van deze screening worden weergegeven.

ACTIEF OMGAAN MET DE INVESTERINGEN

Monolith hanteert een ‘value-with-a-catalyst’- aanpak. Op basis van uitvoerig onderzoek selecteren wij ondernemingen waarvan de beurswaarde aanzienlijk lager is dan de door ons ingeschatte onderliggende waarde. In nagenoeg alle gevallen hebben bij die ondernemingen bepaalde ontwikkelingen/veranderingen plaats gevonden, of zouden die – in meer of mindere mate – plaats moeten vinden om de ‘verborgen waarde’ op termijn aan de oppervlakte te brengen. Ten aanzien van de ontwikkelingen of veranderingen die plaats (moeten) vinden, speelt Monolith als (groot)aandeelhouder een actieve rol. Dit kan zijn door de ondernemingsleiding op constructieve wijze suggesties te doen om bepaalde ontwikkelingen in gang te zetten of juist steun te geven aan reeds ingezette veranderingen en daarbij als klankbord te fungeren. Doorgaans duurt het twee tot drie jaar voordat de ‘verborgen waarde’ wordt ontsloten waardoor wij per definitie op de lange termijn zijn gericht. Wij zien ondernemingen dan ook als een lange termijn samenwerkingsverband waarin uitsluitend aandeelhouderswaarde kan worden gecreëerd als de belangen van alle stakeholders steeds zorgvuldig worden afgewogen en op één lijn worden gebracht.

Dialoog en samenwerking

Als actieve aandeelhouder houden wij nauw contact met de onderneming. In het kader van de ontwikkelingen of veranderingen die zijn ingezet of moeten worden ingezet, voeren wij een private dialoog met de bestuurders (en commissarissen) van de onderneming. Monolith streeft derhalve haar doelen na door een (pro)actieve houding jegens de ondernemingsleiding. Dit gebeurt veelal door middel van een private dialoog en samenwerking tussen zowel de aandeelhouders onderling als met de ondernemingsleiding. Onze ervaring is dat dit het resultaat zeer ten goede komt en wij maken dan ook graag gebruik van deze werkwijze. Soms benutten wij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) als platform om vragen te stellen of punten kracht bij te zetten. Doorgaans wordt goed samengewerkt met de ondernemingsleiding. Op basis van onze reputatie en langetermijnvisie zien de ondernemingen ons als een betrouwbare partner in het waardecreërende proces. In een enkel geval staat het management van een onderneming echter niet open voor onze suggesties. In die gevallen zoeken wij, om onze invloed te vergroten, steun bij mede-aandeelhouders. Indien onvermijdelijk, wordt gebruik gemaakt van onze formele rechten als aandeelhouder. Ook in dergelijke situaties proberen wij in het belang van alle betrokkenen, inclusief de onderneming, zo lang mogelijk een private dialoog te voeren. Slechts in incidentele gevallen lukt het ons niet de dialoog buiten het publieke domein te houden. Onze actieve benadering vergt vanzelfsprekend een grondige kennis van de regelgeving op het gebied van voorwetenschap en ‘acting in concert’. Het beschikbaar hebben van deze kennis binnen ons team is dan ook een essentieel onderdeel van onze strategie.

Voorts zoeken wij regelmatig, als onderdeel van onze actieve houding, contact met binnen- en buitenlandse (hedge)fundmanagers, investeerders in private ondernemingen, corporate financiers, financieel analisten, consultants en andere specialisten, en soms journalisten om onze verschillende (potentiele) investeringen te bespreken. De – in institutionele termen – relatief beperkte omvang van Monolith is daarbij geenszins een belemmering voor onze erkenning als ‘opinion-leader’. Wij slagen er doorgaans goed in onze invloed te benutten.

Ontwikkelingen in de verslagperiode

Ten aanzien van een aantal ondernemingen in onze portefeuille zijn er in het afgelopen boekjaar op het vlak van actief aandeelhouderschap verschillende relevante inspanningen van ons geweest alsmede ontwikkelingen als gevolg daarvan. Zo hebben wij onze intensieve werkzaamheden met betrekking tot Schaltbau in 2019 onverminderd voortgezet. Daarnaast hebben wij behoorlijk veel manuren gespendeerd aan Masterflex en Berentzen. Ten slotte heeft ook Kendrion in de verslagperiode, evenals vorig jaar, onze bijzondere aandacht gehad.

Hieronder beschrijven wij per onderneming wat onze inspanningen zijn geweest alsmede de resultaten daarvan.

Berentzen

Monolith oefent haar invloed als aandeelhouder van Berentzen voornamelijk uit door middel van de twee posities in de RvC van Berentzen die worden bekleed door personen gerelateerd aan Monolith (Daan van Vlaardingen en Harm van der Lof). Eén van de belangrijke onderwerpen in de afgelopen jaren betrof de samenstelling van de RvC van Berentzen alsmede reductie van het aantal leden van 9 naar 6. De afronding van een meerdere jaren durende transitie van de RvC naar een nieuwe personele invulling, had reeds zijn beslag in 2018. Tevens werd in 2018 ingestemd met de reductie van de RvC door de Algemene Vergadering voor Aandeelhouders (AvA).

De daadwerkelijke reductie naar 6 personen vond plaats op de AvA in mei 2019. Daartoe dienden de vier leden die de aandeelhouders vertegenwoordigen in de RvC opnieuw verkozen te worden. Op voorstel van Monolith namen Harm van der Lof en Daan van Vlaardingen wederom plaats in de RvC. Daarnaast werden voorzitter Uwe Bergheim en voormalig CEO Frank Schübel eveneens herbenoemd. Van de zijde van werknemers namen twee vertegenwoordigers zitting in de RvC. Met deze laatste stap is de transitie van de RvC volledig afgerond. De personele invulling van de RvC is, sinds Monolith in 2016 aandeelhouder werd, volledig gewijzigd zonder dat de continuïteit van de raad op enig moment in gevaar is geweest. Daarnaast is de RvC sterk verkleind wat een efficiëntere aansturing mogelijk maakt.

Een ander belangrijk onderwerp betrof de ‘coverage’ van Berentzen door effectenbanken, of beter gezegd: het gebrek aan ‘coverage’. De onderneming werd namelijk niet gevolgd door effectenbanken, waardoor Berentzen onvoldoende onder de aandacht van beleggers kwam.

Het volgen van beursgenoteerde ondernemingen en het schrijven van analistenrapporten, ook wel ‘research’ genoemd, is een kostbare aangelegenheid voor effectenbanken. Deze research werd niettemin in het verleden doorgaans gratis beschikbaar gesteld door de bank aan klanten die effectentransacties bij de bank deden. Daarmee was de prijs van research verwerkt in de prijs die werd betaald door klanten voor het doen van effectentransacties. Sinds het van kracht worden van MiFID II in 2018 (herziening van de in 2007 ingevoerde Europese richtlijn op het gebied van markten in financiële instrumenten), is het effectenbanken echter verboden om research en effectentransacties gebundeld in rekening te brengen. Dit heeft er toe geleid dat de transactiekosten over het algemeen omlaag zijn gegaan en dat voor research tegenwoordig separaat dient te worden betaald. Nu klanten van effectenbanken de eerder ‘gratis’ aan hen verstrekte research dienen af te rekenen, zijn zij veel kieskeuriger geworden. Gebleken is dat aan veel research weinig tot geen behoefte is als daar separaat voor dient te worden betaald. De markt voor research naar kleinere beursgenoteerde ondernemingen was reeds wat dun, aangezien deze categorie voor de grotere institutionele investeerders een te kleine marktkapitalisatie heeft. Na de invoering van MiFID II is die markt echter nagenoeg opgedroogd, waardoor research naar verschillende smallcaps gewoonweg niet meer wordt gedaan. Bedrijven zoals Berentzen komen daardoor onvoldoende ‘in de spotlights’. Voor Berentzen en haar aandeelhouders is dat vanzelfsprekend geen goede ontwikkeling. Uiteraard staat het beursgenoteerde ondernemingen vrij om zelf te betalen voor de research door effectenbanken. Deze werkwijze komt bij small- en microcaps steeds meer voor om ervoor te zorgen dat zij überhaupt gevolgd worden door effectenbanken. De door de onderneming zelf betaalde research wordt ook wel ‘sponsored



KENDRION

Industrial Drive Systems: Elektromagnetische veerrem voor servo motoren

research' genoemd. Men zou kunnen betogen dat dit afdoet aan de onafhankelijkheid van de onderzoeker, waardoor een researchrapport te positief zou kunnen uitvallen. Daar is echter tegen in te brengen dat er dan in ieder geval enige vorm van research is. Een belangrijker argument is echter nog dat effectenbanken zich uiteraard niet kunnen veroorloven om klanten te misleiden. Op initiatief van Monolith heeft Berentzen daarom budget vrijgemaakt om 'sponsored research' mogelijk te maken. Naar aanleiding daarvan hebben Researchbureau FMR, de Duitse lokale bank Metzler en Kepler Chevreux in de tweede helft van 2019 researchrapporten over Berentzen uitgebracht. De analisten waren positief, gaven een koopadvies en koersdoelen van € 10, € 8,50 en € 9 per aandeel. Wij verwelkomen de nieuwe coverage uiteraard. Deze koersdoelen dienen als ankerpunten voor beleggers die (nog) niet zo bekend zijn met Berentzen.

Kendrion

Nadat het aandeel Kendrion in de tweede jaarhelft van 2018 volledig werd meegezogen in de automotive-malaise, volgen wij de ontwikkelingen bij de onderneming uiteraard nog intensiever dan anders. Ook gedurende 2019 voerden wij diverse gesprekken met de ondernemingsleiding over een breed scala aan onderwerpen.

Eén van die onderwerpen betrof aandeleninkoop. Eind 2018 deden wij reeds de suggestie aan de RvC-voorzitter van Kendrion dat de onderneming, nu het aandeel zo was afgestraft, nog het beste in zichzelf zou kunnen investeren door middel van een aandeleninkoop. Het beslissingsproces daartoe heeft binnen Kendrion wat tijd genomen, maar in augustus 2019 kondigde de onderneming dan alsnog een aandeleninkoop aan van maximaal € 10 mln.

Een ander onderwerp betrof de mix van activiteiten van Kendrion. De onderneming haalde circa 65% van haar omzet uit Automotive en 35% uit Industrieel. Voor de lange termijn voelde Kendrion zich comfortabel met deze omzetverdeling, mede vanwege de groeikansen die werden en worden gezien in Automotive en dan met name in China. Het nadeel van het feit dat het overgrote deel van de omzet wordt behaald uit Automotive is dat Kendrion door de financiële gemeenschap daarom ook in het hokje 'Automotive' wordt geplaatst. Bedrijven actief in Automotive zijn, zoals bekend, als gevolg van alle onzekerheid in die sector, massaal losgelaten door investeerders en koersmatig in een vrije val geraakt. Met andere woorden: ondernemingen die overwegend actief zijn in de Automotive, hebben een extreem lage beurswaardering. Ondernemingen actief in het segment Industrieel daarentegen, worden ter beurze wel tegen 'normale' waarderingen verhandeld. Om die reden hebben wij de suggestie gedaan om in het kader van overnames toch wat meer de focus te leggen op dat segment. Kendrion als geheel zou daar een betere beurswaardering van kunnen krijgen. Wij waren dan ook verheugd met de aankondiging in november 2019 dat Kendrion het remsystemenbedrijf INTORQ ging acquireren. Deze onderneming is met een omzet van € 57 mln. actief in het segment Industrieel. De Automotive-Industrieel-omzetverdeling van Kendrion verschuift daarmee van 65%-35% naar een meer gelijkmatige 55%-45%.

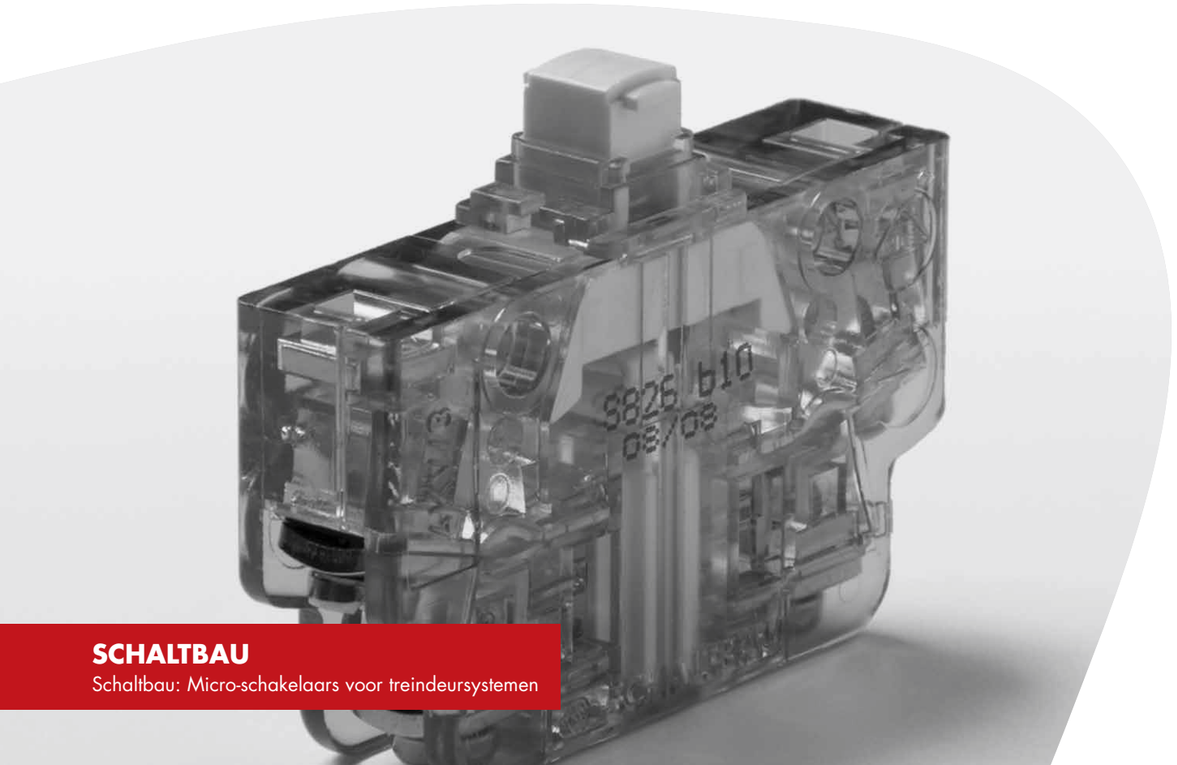
De financiering van de overname werd relatief kort na de aankondiging al veiliggesteld. Kendrion plaatste een aandelenpakket van 12% waarmee ruim € 31 mln. werd opgehaald. Dit pakket bestond uit een combinatie van nieuwe aandelen (10%) en een deel van de eerder door de onderneming ingekochte aandelen (2%). Aangezien wij deze belangrijke strategische stap graag ondersteunden, committeerden wij ons – samen met enkele andere grootaandeelhouders – op voorhand tot een 'pro rata' deelname aan de emissie.

Masterflex

Bij Masterflex zijn wij al geruime tijd actief om de daadkracht van de onderneming te verhogen en dan met name die van de directie. De onderneming heeft op zich meer dan voldoende potentie, maar door slecht kostenmanagement komt die er maar niet uit en is Masterflex in ieder geval niet in staat om haar eigen (niet ontzettend ambitieuze) rendementsdoelstellingen te halen. In 2016 hebben wij daartoe bewerkstelligd dat twee personen van de driekoppige RvC werden vervangen. Eén van de nieuwe commissarissen was de door ons voorgestelde Jan van der Zouw (oud-topman van Eriks). Daarna hebben wij ons in 2017 ingespannen om de onderneming een dividendbeleid te laten formuleren. Gedurende 2018 hadden wij de hoop dat eindelijk sprake zou zijn van margeherstel conform de doelstelling van de onderneming. Tegelijkertijd werd de positie van Monolith als aandeelhouder wat minder dominant door wisselingen in de aandeelhouderstructuur. Begin 2019 bleek vervolgens dat de cijfers over 2018 hetzelfde teleurstellende beeld vertoonden als de jaren daarvoor. Wij hebben daarover gesproken met de voorzitter van de RvC, de heer Georg van Hall. Hij zit ruim 10 jaar in de RvC waarvan de laatste drie jaar als voorzitter. Gespreksonderwerpen waren de prestaties van Masterflex in de afgelopen tien jaar, de rol van Van Hall daarin, zijn samenwerking met de andere (relatief nieuwe) RvC-leden en het functioneren van de directie. Al met al maakte de heer Van Hall een weinig kritische indruk, terwijl gedurende zijn 10 jaar als commissaris de langetermijnresultaten van Masterflex ronduit slecht zijn te noemen. Wel wenste hij aan zijn aflopende termijn op de AvA van 28 mei 2019 – na tien jaar – nog een termijn van 6 jaar toe te voegen. Wij hebben in aanloop naar de AvA gepolst bij diverse grootaandeelhouders hoe zij stonden tegenover herbenoeming. Hoewel geen van de aandeelhouders stond te juichen, waren zij ook niet direct bereid en van plan om openlijk voor een herbenoeming te gaan liggen. Wij kregen derhalve geen overeenstemming tussen de grootaandeelhouders, hetgeen teleurstellend was. Met de herbenoeming van de heer Van Hall op de AvA lijkt het niet aannemelijk dat de zaken bij Masterflex rigoureus zullen veranderen, al onze inspanningen ten spijt. Wij hebben dan ook, toen wij een aantrekkelijk bod kregen (tegen een prijs ruim boven de beurskoers) op de helft van ons aandelenpakket in Masterflex, niet lang getwijfeld en onze positie in de onderneming gehalveerd.

Schaltbau

Schaltbau is in het afgelopen boekjaar duidelijk in rustiger vaarwater terechtgekomen. In 2018 was er nog volop turbulentie met enorme probleemdossiers zoals de grote verlieslatende internationale projecten in het buitenland van dochter Pintsch Bamag, de aanhoudend hoge verliezen bij de Spaanse dochterbedrijven Sepsa en ALTE en, ten slotte, de zwakke financiële positie van Schaltbau. Om deze problemen het hoofd te bieden, moest de slagvaardigheid binnen Schaltbau omhoog. Daarnaast liep het niet geheel lekker tussen de RvC en de directie van Schaltbau. Het consortium heeft daarom in 2018 voorstellen gedaan om een tweetal commissarissen te vervangen. Na een grondige werving en selectie, onder meer met behulp van twee headhunter-bureaus, waaronder het gerenommeerde Russel Reynolds, beschikte het consortium over twee uitstekende kandidaten. Het ging om Dr. Ir. Hans Fechner met een voorzittersprofiel en Prof. Dr. Torsten Grenz met een duidelijk financieel profiel. Het wekte dan ook geen verbazing dat deze twee heren medio 2018 werden gekozen in de RvC. Daarnaast werd ook mevrouw Jeannine Pilloud gekozen als nieuwe commissaris. De heer Andreas Knitter bleef als enige door aandeelhouders benoemde commis-



SCHALTBAU
Schaltbau: Micro-schakelaars voor treindeursystemen

saris aan in de 6-koppige RvC, naast twee werknemerscommissarissen. Eén van de posities in de RvC kwam vrij nadat commissaris Dr. Albrecht Köhler vlak voor de AvA vanuit de RvC werd benoemd als CEO. Met de drie nieuwe commissarissen én een nieuwe CEO, stond er sinds medio 2018 een geheel nieuwe ploeg aan het roer bij Schaltbau. In het eerste kwartaal van 2019 stond Schaltbau er al veel beter voor. De drie bovengenoemde probleemdossiers waren inmiddels opgelost en Schaltbau kreeg de tijd om weer vooruit te kijken. Niettemin hebben wij vooralsnog vastgehouden aan onze intensieve samenwerking in een consortium van aandeelhouders in Schaltbau. Naast Monolith bestaat dit consortium uit investeringsmaatschappij Luxempart, de familie Zimmermann en investeringsmaatschappij Elrena. Met deze partijen sloten wij in 2017 een zogenaamde 'acting in concert'-overeenkomst en gezamenlijk met hen houden wij circa 29% van de aandelen in Schaltbau. Zoals verplicht, is het bestaan van de samenwerkingsovereenkomst gemeld bij de Duitse toezichthouder BaFin. Juist omdat het consortium succesvol is gebleken in de begeleiding van Schaltbau naar rustiger vaarwater in de afgelopen jaren, door onder meer als klankbord te functioneren en voorstellen te doen voor de personele samenstelling van de RvC en de directie, hebben wij gemeend de werkzaamheden en samenwerking van het consortium voorlopig voort te zetten.
Ook in het verslagjaar hebben wij derhalve veelvuldig overleg gevoerd binnen ons consortium. Daarnaast hebben wij de directie van Schaltbau met enige regelmaat gesproken, zowel telefonisch als in fysieke besprekingen. Wij plannen de gesprekken met de RvC steeds een half jaar tot een jaar vooruit. In deze driemaandelijkse bijeenkomsten waren de belangrijkste gespreksonderwerpen de gedetailleerde uitwerking van de strategie van Schaltbau inclusief financiële doelstellingen, de wijze waarop Schaltbau zich aan de financiële markten presenteert en de toekomstige personele bezetting van de directie van Schaltbau.

Nu het risicoprofiel van Schaltbau sterk is verlaagd, komt de onderneming meer in het vizier van potentiële kopers die Schaltbau door middel van een openbaar bod op alle uitstaande beursgenoteerde aandelen zouden willen verwerven. In een branche waar al jaren wordt geconsolideerd, is Schaltbau (weer) een aantrekkelijke partij om over te nemen. Een potentiële koper kan daarbij uiteraard niet om ons consortium heen. Bij interesse worden wij normaal gesproken dan ook als eerste benaderd. Dergelijke gesprekken vangen in de regel aan met het sluiten van een zogenaamde standstill- en geheimhoudingsovereenkomst, ook wel 'non disclosure agreement' genoemd. Daarna volgt doorgaans een 'memorandum of understanding'. Het sluiten van dergelijke overeenkomsten, nog voorafgaand aan enige actie jegens de onderneming in kwestie, is een tijdrovende aangelegenheid. Daarna volgt al dan niet een due diligence onderzoek door de potentiële koper. Gedurende het gehele proces is het van vele factoren afhankelijk of het ook daadwerkelijk tot een openbaar bod komt. Ook in het afgelopen boekjaar hebben wij gesprekken gevoerd en initiële overeenkomsten gesloten namens het consortium, maar heeft dat uiteindelijk niet tot een bod geleid.

AvA als discussieplatform ongeschikt

Als actieve aandeelhouder bezoeken wij vanzelfsprekend van iedere onderneming in portefeuille de AvA. Hoewel dit normaal gesproken het enige formele moment is waarop aandeelhouders met elkaar 'vergaderen', zien wij de AvA niet als platform 'waar het gebeurt'. Uiteraard kunnen op de AvA vragen worden gesteld dan wel bepaalde punten duidelijk worden gemaakt, wat als voordeel heeft – boven de private dialoog (one-on-one's) – dat deze vragen of opmerkingen direct voor alle aandeelhouders kenbaar zijn. Als discussieplatform is de AvA in onze ogen echter ongeschikt. De massaliteit maakt dat een werkelijk inhoudelijke discussie met de ondernemingsleiding of tussen aandeelhouders onderling eigenlijk niet mogelijk is. Daarom worden de gevoelige en/of belangrijke zaken – zoals bijvoorbeeld benoemingen of statutenwijzigingen – doorgaans vooraf besproken en afgestemd met en tussen grootaandeelhouders. De AvA dient daardoor in de meeste gevallen slechts als formeel platform om één en ander te bekrachtigen. Een groot voordeel hiervan is dat dergelijke zaken niet op voorhand in het publieke domein hoeven te worden bediscussieerd. In een conflictsituatie echter, is een veel grotere (mogelijke) rol voor de AvA weggelegd. Zeker waar het de benoeming van commissarissen, het inbrengen van additionele agendapunten en het al dan niet verlenen van decharge betreft. Een groot nadeel voor aandeelhouders betreft het feit dat commissarissen in Nederland alleen als collectief kunnen worden ontslagen en dechargeonthouding ook slechts geldt voor het collectief. Hierdoor is voor aandeelhouders geen onderscheid te maken tussen commissarissen (en bestuurders) met betrekking tot de decharge. De mogelijkheden tot individueel ontslag en individuele decharge bestaan in Duitsland wel. Als institutionele investeerder is Monolith op grond van de jaarverslagwetgeving verplicht te rapporteren over het door haar gevoerde stembeleid bij de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd. Veel institutionele beleggers maken in dat kader een overzicht per onderneming met daarin de wijze waarop is gestemd op de AvA. Aangezien wij onze invloed voornamelijk op informele wijze uitoefenen en de formele AvA veel minder van belang achten, hebben wij geen overzicht opgenomen per onderneming met ons 'stemgedrag' op de AvA. Daarbij geldt dat wij in de regel vóór stemmen, aangezien de belangrijke zaken doorgaans al vooraf zijn kortgesloten. Belangrijker vinden wij het om per onderneming uitgebreid verslag te doen van alle activiteiten die wij – voornamelijk buiten de AvA – hebben ondernomen. De hier voorgaande verslagen van de ontwikkelingen bij de individuele ondernemingen vormen hiervan een goede illustratie. In de paragraaf 'Ontwikkelingen per onderneming' wordt dan ook voor de overige individuele belangen dieper ingegaan op de eventuele probleemkwesties en voorstellen die volgens ons de belangen van aandeelhouders beter dienen. Indien wij in een enkel geval ten aanzien van bepaalde agendapunten ons hebben onthouden of hebben tegengestemd, dan is dit in het verslag opgenomen.



SOLAR
Een centraal magazijn in Denemarken met 'mini load'-systeem

ONTWIKKELINGEN PER ONDERNEMING

In deze paragraaf komen de ontwikkelingen per onderneming in portefeuille aan bod. Per onderneming is een kader en een tabel opgenomen. In het kader is op een beknopte wijze een beschrijving gegeven van de activiteiten van de onderneming, de grondgedachten achter de investering en de katalysatoren die een herwaardering van het aandeel naar verwachting bespoedigen. In de tabel worden financiële kenmerken van de betreffende onderneming getoond. Voor iedere onderneming presenteren wij een andere tabel, waarbij wordt ingezoomd op juist die karakteristieken die wij relevant achten voor de betreffende onderneming. De focus op de ontwikkeling van de winst, de balans en de kasstroom van de onderneming is dit jaar voortgezet. Een puntschatting geven van prospectieve winstcijfers is buitengewoon lastig, zo niet gewoonweg onmogelijk, zeker voor de wat kortere termijn van zeg een jaar. Wanneer en in welke mate de economische groei weer aantrekt is daarvoor een belangrijke inputvariabele. Derhalve werken wij in de praktijk meer met 'ranges', dan met puntschattingen. Daarom is daarnaast gekozen om nadrukkelijker in te zoomen op de stabiliteit van de balans en het cash flow genererend vermogen op termijn van enkele jaren. Per onderneming is dus een financieel 'snapshot' afgebeeld. De bovenste helft van de tabel is voor iedere onderneming gelijk, maar voor de onderste helft hebben wij ervoor gekozen flexibel te zijn in ons denken en die kengetallen onder de aandacht te brengen die wij als essentieel zien voor die bewuste onderneming. Voor een toelichting op de gebruikte afkortingen en termen verwijzen wij naar een overzicht op de volgende pagina.

AFKORTINGEN	TOELICHTING
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes; de winst voor aftrek van rentelasten en belastingen. Hiermee wordt de operationele winst van een onderneming bedoeld (het bedrijfsresultaat)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation; de winst voor aftrek van rentelasten, belastingen, afschrijvingen op materiële vaste activa en goodwill-amortisatie (het bruto bedrijfsresultaat)
EV / EBITDA	Enterprise Value / EBITDA is een waarderingsmaatstaf waarbij gecorrigeerd wordt voor de financieringsstructuur van een onderneming. De Enterprise Value wordt berekend door de marktkapitalisatie en de Netto schuld bij elkaar op de tellen
DIVIDENDDEKKING	De mate waarin een onderneming haar dividend kan betalen uit de eigen vrije geldstroom
FCF %	Free Cash Flow Yield; vrije kasstroom rendement: vrije geldstroom / beurswaarde
FREE CASH FLOW	De 'vrije geldstroom' is het verschil tussen alle geldinkomsten die voortkomen uit de bedrijfsactiviteiten en alle gelduitgaven en investeringen die noodzakelijk zijn om de bedrijfsactiviteiten uit te voeren. De 'free cash flow' is de 'cash flow' die niet nodig is om de onderneming te financieren en dit is dus de 'cash flow' die ter beschikking staat van alle verstrekkers van kapitaal, zowel vreemd vermogen verschaffers als aandeelhouders
KOERS-WINSTVERHOUDING; KOERS-BOEKWAARDE-VERHOUDING	Waarderingsmaatstaven. Deze ratio's zeggen iets over de huidige waardering van een onderneming ten opzichte van het verleden alsmede sectorgenoten
MARKTKAPITALISATIE	Beurswaarde: aantal uitstaande aandelen vermenigvuldigd met de beurskoers
NETTO SCHULD / EBITDA	Een maatstaf voor de terugbetalingstijd van een schuld. De ratio beschrijft in welke mate een onderneming in staat is te voldoen aan afbetalingsverplichtingen en rentebetalingen: Rentedragende schuld / EBITDA. Kredietverstrekkers gebruiken deze ratio vaak in convenanten van leningovereenkomsten
PAY OUT %	Het percentage van de netto winst dat aan dividend wordt uitgekeerd aan aandeelhouders
RENTEDEKKING	De mate waarin een bedrijf uit de operationele winst aan zijn renteverplichtingen kan voldoen (EBIT / Saldo betaalde financieringslasten)
ROI %	Rendement op het geïnvesteerde vermogen waarbij de in het verleden betaalde goodwill die direct ten laste van het eigen vermogen is geboekt alsmede impairments op de geactiveerde goodwill bij het geïnvesteerde vermogen zijn opgeteld
SOLVABILITEIT	De mate waarin de onderneming in staat is, op lange termijn, aan haar financiële verplichtingen te voldoen: Eigen vermogen / Totaal vermogen
WPA	Winst Per Aandeel

SLAPPE THEE, MAAR PITTIGE NOTEN

Na het teleurstellende jaar 2018 heeft het aandeel Amsterdam Commodities (Acomo) in 2019 weer een belangrijke positieve bijdrage aan het rendement van Monolith geleverd, mede door het aantrekkelijke dividend. Niet alleen bleek onze inschatting juist dat de koers eind 2018 overdreven hard was weggezakt, maar ook de onderliggende resultaten van de handelaar in 'soft commodities' lieten in de eerste jaarhelft van 2019 een gezonde verbetering zien. Dit komt door een verdere stabilisatie van de prijzen in enkele productcategorieën, zoals diverse noten en zwarte peper, en een lagere volatiliteit in valutakoersen. In een dergelijke omgeving laten de handelaren van Acomo andermaal zien dat ze een groeiend resultaat kunnen behalen. Mede geholpen door de trend naar vleesvervanging en vegetarisch eten lijkt Acomo daarmee het groeipad weer te zijn ingeslagen.

Acomo heeft sinds 2010 een succesvolle transitie doorgemaakt naar een onderneming gericht op natuurlijke voeding. De daaruit voortvloeiende sterke groei van de resultaten heeft in de jaren 2017 en 2018 een deuk(je) opgelopen. Dit werd vooral veroorzaakt door zeer sterke prijsdalingen in diverse productcategorieën, volatiele wisselkoersen en algeheel moeilijke marktomstandigheden (handelsoorlog, Brexit). Hierdoor waren klanten terughoudend in het plaatsen van grote orders. Gedurende 2019 zijn deze remmende factoren echter in kracht afgenomen en dan blijkt dat Acomo nog altijd groeipotentie heeft.

Ondernemingsprofiel
- Handelaar in specerijen, thee, noten, zaden en voedingsingrediënten

Investmentrationale
- Wereldmarktleider in specerijenhandel
- Dominante positie in thee en zaden toegevoegd
- Sterke, stabiele en voorspelbare resultaten
- Solide balans en hoog dividendrendement beperken neerwaarts investeringsrisico

Aanjagers
- Thee positie uitbouwen door toevoegen:
  - andere 'sourcing'- en afzetlanden,
  - 'specialty'-producten
- Zaden positie uitbouwen door:
  - Uitbreiden naar aanpalende diensten zoals kwaliteitscontrole, bewerken en verpakking,
  - Opbouwen van de zadenhandelactiviteiten in Europa
- Noten en specerijen positie uitbouwen door geografische expansie (VS)
- Opstarten vijfde activiteit via (grotere) acquisitie

Prijzen van onderliggende producten stabiliseren

Over geheel 2018 rapporteerde Acomo nog een kleine nettowinstdaling van 4% tot een WPA van € 1,24. Ook het dividend ging licht omlaag naar € 1,00. Toch sprak Acomo bij de publicatie van de jaarcijfers reeds over de eerste tekenen van stabilisatie van marktomstandigheden en prijzen. In de eerste jaarhelft van 2019 zette dit beeld zich voort. Hierdoor bleef de omzet (gecorrigeerd voor valutaeffecten) nagenoeg gelijk, maar door een knappe stijging van de brutomarge wist Acomo de onderliggende nettowinst te laten groeien met 9%. De winstgroei werd vooral gedreven door de divisie 'Eetbare zaden', waarbinnen met name SunButter, een notenvrij alternatief voor pindakaas, uitstekend presteerde. Het opstarten van het grote nieuwe contract met Pepsico-dochter Spitz (waarbij Acomo het roosteren en verpakken van zaden volledig overneemt) leverde weliswaar duidelijk meer volume, maar (nog) geen hoger resultaat op. Ook de divisie 'Specerijen & Noten' wist de resultaten te verbeteren, ondanks nog altijd lage prijzen voor bijvoorbeeld peper en cashewnoten. De veel kleinere divisie 'Thee' had ook last van lage prijzen vanwege wereldwijd overaanbod, maar wist de schade enigszins te beperken. De kleinste divisie 'Voedingsingrediënten' boekte andermaal een winststijging.

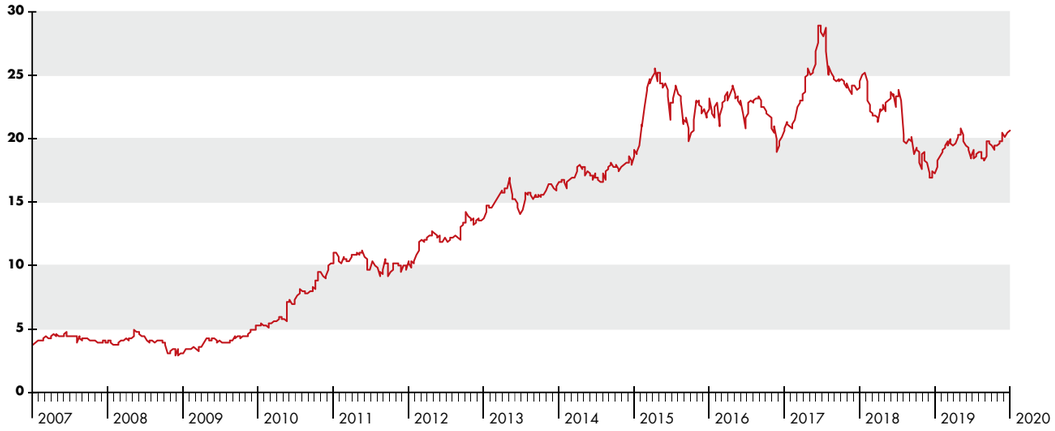


VAN DE PORTEFEUILLE



VAN HET AANDELENKAPITAAL

BEURSKOERS ACOMO (koers per 31/12/2019: €20,75)



Vleesvervanging is belangrijke drijfveer

De onderliggende drijfveren voor de stijgende vraag naar de producten van Acomo zijn ons inziens het afgelopen jaar alleen maar sterker geworden, vooral onder invloed van de klimaatdiscussies. Vleesvervangers en/of de populariteit van vegetarisch eten stuwen de vraag naar noten, specerijen en gedroogd fruit. Gezonde tussendoortjes bevatten steeds vaker noten en zaden, terwijl de trend naar gemak en kant&klaar de vraag naar specerijen stimuleert.

Op voorwaarde dat de prijzen van de onderliggende producten min of meer stabiel zijn, verwachten wij dat Acomo in 2020 zijn groeipad weer kan inzetten. Naast de eerdergenoemde drijfveren verwachten wij bijvoorbeeld dat de divisie 'Eetbare zaden' zal kunnen profiteren van het eerdergenoemde Spitz-contract. Dit zou een structureel betere bezettingsgraad bij Red River moeten opleveren. Voor de divisie 'Voedingsingrediënten' liggen er nog kansen op autonome groei buiten Nederland, in eerste instantie in Frankrijk en Duitsland. Rondom de divisie 'Thee' hangen iets meer strategische vragen. De winstgevendheid staat historisch laag en het plan om de marges te verbeteren door het leveren van blends en smaakprofielen is nog weinig succesvol. Het product heeft wellicht toch veel commodity-karakteristieken en de markt wordt beheerst door enkele grote afnemers. Hierdoor heeft Acomo meer tijd nodig om de marges structureel te verbeteren.

Moeizame zoektocht naar acquisities

Acomo is nog altijd actief op zoek naar acquisities, onder andere voor het opstarten van een vijfde poot naast de bestaande 4 segmenten. Helaas is dit ook in 2019 niet gelukt. Tijdens een van onze gesprekken met het management begrepen wij dat Acomo gedurende het jaar een aantal dossiers actief heeft bekeken, maar dat de gevraagde overnameprijzen naar hun idee nog te hoog zijn. Ondertussen zorgen de gezonde vrijekasstroom en de verbeterende resultaten ervoor dat de balans van Acomo wel heel erg solide is geworden. Bij het uitblijven van acquisities komt een hoger (of speciaal) dividend snel in zicht.

Hervatting winstgroei aanstaande

De nieuwsluwte rondom Acomo hield ook in 2019 aan. Wel kreeg de koers wat steun van enkele positieve commentaren van analisten, wie het langzaam kerende tij niet ontging. Hun winsttaxaties voor de komende jaren lijken ons echter nogal conservatief. Bij een normalisering van de algehele marktomstandigheden verwachten wij dat Acomo weer goed gebruik kan maken van de aanwezige uitbouwmogelijkheden. Daarmee zou het de stijgende resultatenreeks, die het bedrijf tot en met 2016 heeft laten zien, weer kunnen hervatten. Hoewel dit naar onze mening deels in de waardering zit, ziet de toekomst er daarmee weer gezonder uit.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

ACOMO	2016A	2017A	2018A	2019T	2020T	2021T
OMZET	682,3	709,7	700,2	714,4	734,5	751,6
EBIT	50,4	46,4	45,0	47,9	50,6	52,4
WPA	1,43	1,33	1,26	1,32	1,40	1,46
MARKTKAPITALISATIE	507,3	593,6	429,9	511,5	511,5	511,5
NETTOSCHULD	89,9	77,2	91,6	79,9	75,6	68,8
RENTEDEKKING	16,3	15,0	11,2	11,1	11,8	12,9
KOERS-WINSTVERHOUDING	14,8	18,3	13,8	15,7	14,8	14,2
DIVIDENDRENDEMENT	5,5%	4,6%	5,7%	5,3%	5,3%	5,5%
DIVIDENDDEKKING	1,6	1,7	0,6	1,3	1,2	1,2
ROI %	13,3%	12,8%	11,5%	12,4%	12,9%	13,3%



AMSTERDAM COMMODITIES
Catz: Nootmuskaat

JUISTE MIX VAN INNOVATIE EN GROEI MOET WINSTVUUR OPSTOKEN

De jaren 2018 en 2019 kenmerkten zich voor Berentzen door forse investeringen in ‘premiumisation’ en innovatie van de productenportefeuille en in versterking van de distributie en marketing. Zo is de focus op de productie van premium private-label sterke dranken succesvol, zet de groei van het eigenmerk frisdrank MioMio stevig door en heeft Berentzen het aanbod voor volwassenen duidelijk verbeterd met de lancering van Berentzen Signature en Kräuterbraut. De problemen bij de divisie Citrusperssystemen zijn ook grotendeels voorbij. Al met al stijgt de omzet alsmede de brutowinst, maar de investeringen drukken nog op het resultaat onder de streep. Vanaf 2020 zullen deze investeringen zich moeten gaan uitbetalen in een hogere groei van de nettowinst. In de woorden van Berentzen: het is tijd voor de ‘oogstjaren’. Dit is ook de rode draad van een drietal nieuwe researchrapporten die het afgelopen jaar over het aandeel Berentzen zijn gepubliceerd. Wij kunnen ons uiteraard goed vinden in de drie nieuwe ‘Buy’-adviezen met koersdoelen oplopend tot € 10.

Sinds de acquisitie van TMP in 2014 bestaat de drankenspecialist Berentzen Gruppe uit drie divisies, te weten de gedistilleerde dranken (circa 55% van de groepsomzet), frisdranken & sappen (circa 30%) en dus de citruspers-systemen van TMP (circa 15%). Sinds het aantreden van de huidige CEO Oliver Schwegmann in 2017 is de groep zich meer en meer gaan richten op de ontwikkeling en uitbouw van de eigen merken en op ‘premiumisation’ van de geproduceerde dranken, hetzij onder eigen merk, hetzij voor derden. Daarmee wil de onderneming zijn afhankelijkheid van andere partijen verminderen en tevens de winstgevendheid verhogen.

Focus op eigen merken succesvol

Over 2018 rapporteerde Berentzen een verdubbeling van de nettowinst, vooral als gevolg van fors lagere rentelasten en een lagere belastingdruk. De EBIT steeg slechts beperkt met 2%, omdat Berentzen flink heeft geïnvesteerd in productinnovaties en –lanceringen en in versterking van de distributiekracht. Ook in 2019 is er stevig ingezet op deze thema’s. Om deze reden verwacht de directie voor heel 2019 weliswaar een stijging van de omzet, maar als gevolg van de toenemende kostenbasis ook een EBIT die min of meer gelijk blijft (of zelfs licht daalt). Uit de resultaten tot en met het derde kwartaal blijkt dat Berentzen op koers ligt om deze verwachting waar te maken. Over de eerste drie kwartalen zag het segment Gedistilleerde dranken de omzet toenemen als gevolg van een sterke groei van premium-concepten voor private-labelproducten. Ook de lancering van Berentzen Signature, een premium-versie van de ‘gewone’ Berentzen die meer gericht is op een iets oudere doelgroep, droeg licht bij. Het segment ‘Frisdranken & Sappen’ profiteerde van verdergaande groei bij het zeer succesvolle merk MioMio, ondanks een moeizame marktpenetratie in het zuiden van Duitsland. Het merk is inmiddels overigens bij sommige supermarkten in Nederland verkrijgbaar. Daarnaast droeg de lancering van KräuterBraut, een kruidige frisdrank ook weer gericht op volwassenen, enigszins bij aan zowel groei van de omzet als stijging van de brutomarge. Het segment Perssystemen herstelde zich van een slecht 2018, vooral door groei van de levering van verse sinaasappels. Dit gebeurde tevens tegen veel betere brutomarges. Het dispuut met de distributeur van de perssystemen in de VS lijkt met een sisser af te lopen. De twee lopende rechtszaken zijn in het voordeel van Berentzen beslist, maar dit heeft wel tot hoge advocaatkosten geleid. Daarnaast is het contract tussen beide bedrijven niet ontbonden, waardoor Berentzen nog altijd van dezelfde partij afhankelijk is om de beloftevolle Amerikaanse markt te penetreren.

Ondernemingsprofiel

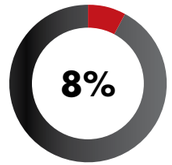
- Lokale producent en bottelaar van gedistilleerde dranken, frisdranken, bronwater en sappen van eigen merken en voor derden (‘private label’)
- Ontwikkeling en internationale verkoop van citrusperssystemen, verse sinaasappelen en toebehoren voor horeca en detailhandel

Investmentrationale

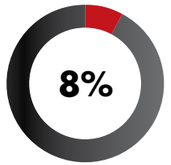
- Stevige posities in stabiele drankenmarkt
- Goed gespreide en gebalanceerde activiteiten-portefeuille: alcoholisch/non-alcoholisch en merken/private label
- Hoge vrije kasstroom en aantrekkelijk dividendrendement beperken neerwaarts investeringsrisico

Aanjagers

- Grote klappen in de reorganisatie zijn achter de rug
- Aandacht verleggen van afbouw naar opbouw
- Migratie naar nieuwe aandeelhoudersstructuur
- Balansoptimalisatie door herfinanciering van dure MKB-obligatie
- Opbouwen van (groei) track record op de beurs na jaren van slapend bestaan

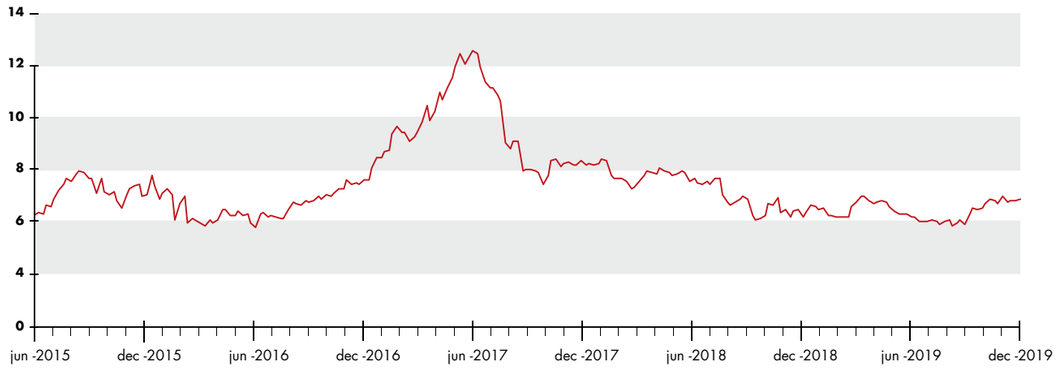


VAN DE PORTEFEUILLE



VAN HET AANDELENKAPITAAL

BEURSKOERS BERENTZEN (koers per 31/12/2019: €6,84)



Al met al nam in de eerste negen maanden de omzet met 2,5% toe en de brutowinst met naar schatting 6%, maar door de significante investeringen in productontwikkeling en marketing bleef de EBIT vrijwel onveranderd.

Governance verbeterd met kleinere RvC

Tijdens de Algemene Vergadering voor Aandeelhouders van 2019 is het besluit van het jaar ervoor uitgevoerd om het aantal leden van de Raad van Commissarissen terug te brengen van negen naar zes. Hiervoor was opnieuw een verkiezing nodig voor de vier leden die de aandeelhouders vertegenwoordigen. Harm van der Lof en Daan van Vlaardingen namen op voordracht van Monolith wederom plaats in de RvC, terwijl eveneens voorzitter Uwe Bergheim en voormalig CEO Frank Schübel zijn aangebleven. Van de zijde van werknemers namen twee vertegenwoordigers zitting in de RvC. Met deze laatste stap is de transitie van de RvC volledig afgerond. De Raad is sinds Monolith in 2016 aandeelhouder werd, volledig herbezet, zonder in dit proces de continuïteit van de RvC in gevaar te brengen. Daarnaast is de RvC sterk verkleind wat een efficiëntere aansturing mogelijk maakt.

Nieuwe analistenrapporten allemaal positief

Berentzen heeft 2018 en 2019 altijd bestempeld als transformatiejaren, waarin grote investeringen zijn gedaan in innovatie en marketing. Vanaf 2020 moeten deze investeringen zich eindelijk gaan uitbetalen in winstgroei. De grote vraag is daarbij of de recente productintroducties van o.a. Berentzen Signature en KräuterBraut echt succesvol zullen worden. Het management van Berentzen spreekt over 2020 en verder als de 'oogstjaren'. Dit idee heeft het afgelopen jaar ook een gewillig oor gevonden bij diverse effectenbanken. Zoals uitgebreider beschreven in de paragraaf 'Actief omgaan met de investeringen' zijn de pan-Europese broker Kepler, het researchbureau FMR en de Duitse lokale bank Metzler allen met een eerste researchrapport over Berentzen naar buiten gekomen De analisten zijn over het algemeen positief en hebben een koopadvies op het aandeel afgegeven met een koersdoel van tussen de € 8,50 en € 10. Wij kunnen ons daar alleen maar bij aansluiten.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

BERENTZEN	2016A	2017A	2018A	2019T	2020T	2021T
OMZET	170,0	172,1	162,2	164,6	166,4	168,1
EBIT	10,5	9,2	9,8	9,4	9,8	10,3
WPA	0,47	0,27	0,55	0,51	0,64	0,69
MARKTKAPITALISATIE	71,9	77,4	58,5	64,3	64,3	64,3
NETTOSCHULD	-16,6	-10,7	-7,6	-11,6	-15,0	-18,0
NETTOSCHULD NA AFTREK TE BETALEN ACCIJNS	27,8	32,7	34,7	30,9	27,6	24,7
NETTOSCHULD NA ACCCIJNS/EBITDA	1,6	2,0	2,0	1,8	1,6	1,4
KOERS-WINSTVERHOUDING	16,5	29,4	10,4	11,5	10,9	10,1
EV/EBITDA	6,4	7,4	6,0	6,2	5,9	5,5
DIVIDENDRENDEMENT	3,3%	2,7%	4,5%	4,1%	4,7%	5,1%
FCF %	8,2%	-5,2%	-2,0%	10,3%	9,4%	10,2%

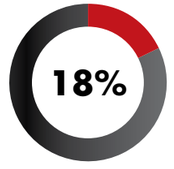


BERENTZEN

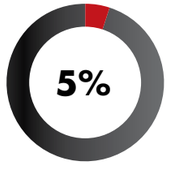
Berentzen: Cocktail example, Berentzen Mango Vanille & Tres Países Premium Rum

GROTE LIJMORDER BLEEF NIET PLAKKEN

Dr. Hönle heeft sinds de opname in portefeuille in 2014 een ijzersterke ontwikkeling laten zien. De onderneming wist zich vanuit een UV-specialist steeds meer uit te bouwen tot een sterke speler in hoogwaardige kleefstoffen. Dit resulteerde niet alleen in een uitstekende winstgroei maar ook een fantastisch koersrendement. Deze ontwikkeling van de onderneming is niet in een rechte lijn verlopen en de vertoonde grilligheid lijkt de laatste jaren zelfs toegenomen. Nadat Dr. Hönle over het gebroken boekjaar van 2017/2018 splijtende resultaten voorlegde met een nieuw winstrecord, viel de winst in het afgelopen boekjaar 2018/2019 behoorlijk terug. Voornaamste reden was de divisie 'Kleefstoffen' waar een belangrijke order geen opvolging kreeg. De algehele economische onzekerheid in combinatie met moeilijk voorspelbare bijdragen van nieuwe kleefstofprojecten maakt de directie terughoudend voor het nieuwe boekjaar 2019/2020. Een flink winstherstel richting de oude recordwinst wordt derhalve nog niet verwacht. De vooruitzichten op iets langere termijn blijven echter uitstekend met een bredere en diepere projectenpijplijn dan ooit. Dr. Hönle heeft fors geïnvesteerd in de organisatie en is klaar voor een nieuwe winstsprong. Beleggers zijn vooralsnog niet bereid om vol voor alle ontwikkelingsmogelijkheden te betalen.

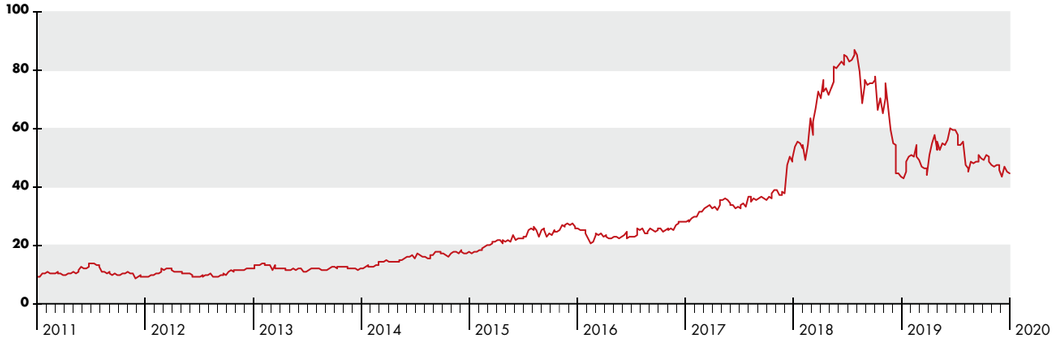


VAN DE PORTEFEUILLE



VAN HET AANDELENKAPITAAL

BEURSKOERS DR. HÖNLE (koers per 31/12/2019: €44,20)



Dr. Hönle verwierf medio 2014 een plaats in de portefeuille van Monolith. De onderneming had een breed productenpallet met droog-, uithardings- en desinfectie/sterilisatiesystemen op basis van UV-technologie, een ruime portefeuille aan hoogwaardige kleefstoffen, diverse vormen kwartsstaven en speciale (UV- en infrarood)lampen. Dit bood een heel scala aan uitbouwmogelijkheden. De daarop volgende jaren liet Dr. Hönle een buitengewoon fraaie ontwikkeling zien. De winst per aandeel steeg sinds 2014 gemiddeld met 14% per jaar. Dit vertaalde zich tevens in een uitstekende performance in de portefeuille: het rendement op de investering bedroeg maar liefst 27% op jaarbasis.

Ondernemingsprofiel

- Leverancier van ultraviolettechnologie voor industriële toepassingen: droogsystemen voor inkt en lakken, uithardingssystemen voor kleefstoffen en plastics, desinfectie/sterilisatiemachines, kleefstoffen, zonlichtsimulatie
- Producent van kwartsglas (voor ultraviolet lampen)

Investeringsrationale

- Leidende posities in aantrekkelijke nichemarkten
- Hoge toetredingsdrempels door vereiste R&D en sterke banden met klanten
- Succesvolle introductie van systemen die inspelen op trends in groeimarkten als digitale drukwerkmachines en kleefstoffen (voor in smartphones, tablets)
- Structurele vraag naar ultraviolet licht als bacteriëndodend middel; nieuwe toepassingsgebieden waaronder ballastwaterreiniging

Aanjagers

- Afronden 'turnaround' van overgenomen kwartsglas-activiteit
- Aanscherpen portefeuille: sterkere focus, uitbreiding kleefstoffen (VS)
- Optimalisatie van de balans:
  1) Actief acquisitiebeleid en
  2) Verhogen pay out van dividend
- Verbeteren communicatie en profilering op de beurs

De goede prestaties van de afgelopen jaren waren voor een groot deel toe te schrijven aan de divisie 'Kleefstoffen'. Deze divisie produceert gespecialiseerde lijmen voor de medische en de automobielindustrie en vooral de elektronicasector. Marktomstandigheden zijn aantrekkelijk vanwege de structureel stijgende vraag naar kleefstoffen omdat verkleven een zeer efficiënte bevestigingsmethode is. Bovendien zijn klantrelaties zeer hecht en langdurig. De positie in 'Kleefstoffen' werd gestaag uitgebouwd door uitbreiding van de internationale footprint en een verbreding van het klantenbestand. Dit resulteerde in bijna een verdriedubbeling van de bedrijfswinst van deze divisie in de bovengenoemde periode. De winstbijdrage aan de groep steeg van 45% naar bijna 70%. Daarmee heeft Dr. Hönle in de loop der jaren zich steeds meer ontwikkeld van een UV-specialist naar een hoogwaardige kleefstoffen-fabrikant.

Enorme lijmenorder wordt niet gecontinueerd

Hoewel de resultaten over een langere termijn een zeer indrukwekkend verloop hebben, laten deze over kortere perioden soms grote variaties zien als gevolg van het projectmatige karakter van veel activiteiten. Deze grilligheid lijkt de laatste jaren nadrukkelijker toe te nemen. Het oplopende belang van de divisie 'Kleefstoffen' voor de groep speelt hierbij een belangrijke rol. Of en wanneer een project daadwerkelijk zich laat vertalen in omzet is moeilijk voorspelbaar. Bovendien is de gemiddelde orderomvang van kleefstofprojecten de laatste jaren fors toegenomen. Dit maakt de winst op kortere termijn veel minder goed voorspelbaar.

Zo eindigde het boekjaar 2017/2018 (lopend van 1 oktober tot en met 30 september) met een enorm winstrecord. De winst per aandeel steeg maar liefst 109% naar € 3,94. De stijging werd grotendeels gerealiseerd door de 'Kleefstoffen-divisie'. Dochter Panacol had een zeer grote opdracht verworven van de Oostenrijkse halfgeleiderproducent AMS voor lijmen ten behoeve van een 3D-sensor voor een grote Amerikaanse smartphonefabrikant. Deze order stuwde de groepsomzet met zo'n 20% en de EBIT nog veel meer dankzij de zeer hoge marges. De omvang van de opdracht werd ook onderschat door de directie getuige drie opwaartse aanpassingen van de winst gedurende het boekjaar.

De resultaten van het recordjaar waren volgens de directie enigszins opgeblazen doordat uitlevering van (kleefstof) orders relatief gunstig viel. Voor het daaropvolgende boek-

jaar 2018/2019 werd daarom rekening gehouden met een tijdelijke winstdip. Het boekjaar daarna (2019/2020) zou de winst weer rond het recordniveau eindigen. De resultaten over het boekjaar 2018/2019 vielen echter verder terug dan verwacht. De omzet zakte met 15%. De nettowinst daalde veel sterker van € 21,7 mln. naar € 12,4 mln., waarmee de winst per aandeel uitkwam op € 2,26.
De belangrijkste reden voor de forse winstdaling is de divisie 'Kleefstoffen'. De grote order voor 3D-sensoren bleek onverwachts een hoog eenmalig karakter te hebben. Waar aanvankelijk nog rekening werd gehouden met een mogelijke groei door uitbreiding naar meer smartphone-modellen en aanpalende toepassingsgebieden, het normale patroon, bleek later dat de omzetbijdrage substantieel lager uit zou komen. Opdrachtgever AMS heeft een nieuwe sensor ontwikkeld die goedkoper is en veel minder kleef-stoffen nodig heeft. Waar de directie aanvankelijk uitging van een beperkte verschuiving in de omzetbijdrage van lijmen voor 3D-sensoren, viel deze terug van bijna € 20 mln. naar circa € 7 mln.

Jaarprognose stelt teleur

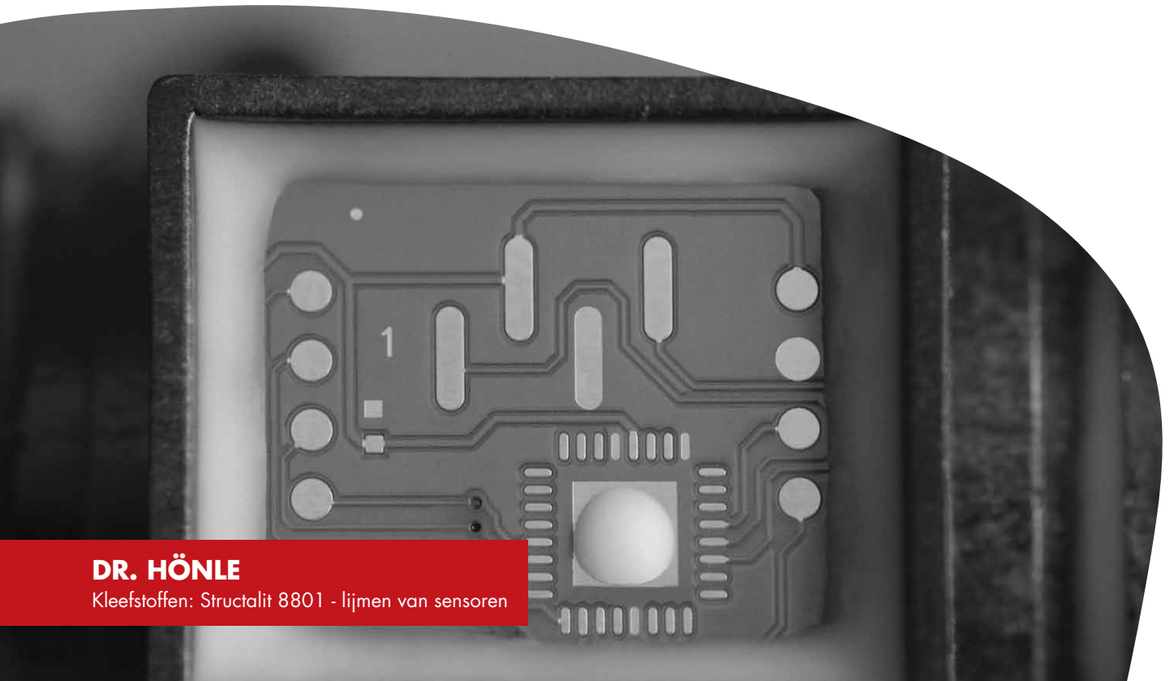
De directie bleek terughoudend voor het lopende boekjaar 2019/2020. Het eerder verwachte winstherstel richting het recordniveau van EBIT € 31 mln. werd losgelaten. Daarvoor in de plaats is een EBIT-bandbreedte van € 17 mln. tot € 20 mln. afgegeven. Dit betekent een onveranderde tot 18% hogere bedrijfswinst ten opzichte van het jaar ervoor. De lagere winstverwachting is enerzijds ingegeven door de algemene onzekerheid over economische omstandig-heden. Investeringen in kapitaalgoederen worden hierdoor mogelijk uitgesteld. Dr. Hönle als toeleverancier van de machinebouw wordt dan ook waarschijnlijk geraakt. Een andere belangrijke factor vormt anderzijds wederom de AMS-order. De directie gaat ervan uit dat de omzetbijdrage dit boekjaar verder terugvalt naar maximaal € 2 mln. De lagere bijdrage zorgt voor een sterk dempend effect op de groei van de belangrijke 'Kleefstoffen-divisie'. De winst-terugval lijkt dan toch langer te duren dan verwacht.

Voorgesorteerd op een nieuwe winstsprong

De vooruitzichten voor Dr. Hönle op iets langere termijn blijven naar onze mening uitstekend. Het scala aan uit-bouwmogelijkheden is onverminderd zeer groot. Binnen 'Apparaten & Systemen' bieden nieuwe LED-toepassingen enorme groeikansen. Dankzij LED zijn Heidelberger Druck-maschinen en Koenig & Bauer toegevoegd als nieuwe grote klanten. Deze posities kunnen verder worden uitgebouwd. De divisie 'Glas & Lampen' profiteert van de toenemende vraag naar UV-lampen voor zuiveringssystemen voor ballast-water van zeeschepen. Internationale wetgeving zorgt voor een stijgende vraag naar deze systemen. Daarnaast lijkt kwartsstavenproducent Raesch een strategisch verband aan te gaan met een halfgeleiderpartij. Hierdoor ontstaat een stabiele en hoge vraag naar hoogwaardige kwartsstaven. Dit tilt de winst van Raesch naar verwachting naar een structureel hoger niveau. Veruit de grootste potentie bevindt zich nog steeds binnen de divisie 'Kleefstoffen'. Het aantal klanten is enorm verbreed. Inmiddels zijn relaties opgebouwd met alle belangrijke smartphoneproducenten. Daarnaast is de relatie met de belangrijke afnemer Apple verder verdiept. Dit heeft ertoe geleid dat het aantal projecten waaraan wordt gewerkt zich op een historisch hoog niveau bevindt. Bovendien is de omvang van de projecten gemiddeld veel groter. De huidige projectenpijplijn bestaat uit tientallen projecten met een omvang variërend van tienduizenden tot enkele tientallen miljoenen euro op jaarbasis.
De onderneming investeert flink om de groeipotentie ten volle te benutten. Productiecapaciteit in LED-systemen is de laatste jaren fors opgevoerd. Bovendien worden de twee locaties in de omgeving van München over twee jaar samengevoegd in het nieuw te bouwen hoofdkantoor. Naast meer capaciteit binnen de divisie 'Apparaten & Systemen' zorgt dit voor een flinke efficiencyslag. Binnen 'Glas & Lampen' is een nieuwe productiefaciliteit voor de productie van speciaallampen afgelopen jaar gereed gekomen. Ten slotte is in de divisie 'Kleefstoffen' flink geïn-vesteerd in personeel op het vlak van verkoop en research en wordt dit jaar verhuisd naar een nieuwe en veel grotere locatie. De productiecapaciteit wordt met maar liefst 35% uitgebreid. Daarmee lijkt het management de basis te hebben gelegd voor opnieuw een flinke winstsprong.

Onvoldoende waardering

De enorme volatiliteit van de winstontwikkeling heeft zich ook vertaald in een behoorlijk beweeglijke aandelenkoers. De twee winstwaarschuwingen van vorig jaar in combinatie met de teleurstelling in de managementprognose voor het lopende boekjaar maken beleggers begrijpelijkerwijs terug-houdend. Op de beurs is men daarom slechts beperkt bereid om te betalen voor de winstpotentie van de komende jaren. Bovendien hebben beleggers maar beperkt aandacht voor de grote profielverandering van de onderneming. Dr. Hönle wordt nog vaak gezien als de UV-specialist met een hoge exposure naar de beperkt groeiende grafische industrie. Kleefstoffenproducenten hebben een veel hogere waar-dering op de beurs vanwege het snelgroeiende en zeer winstgevende profiel. De transformatie naar een stevige speler op het gebied van hoogwaardige kleefstoffen wordt nog onvoldoende onderkend.
Wij verwachten dat Dr. Hönle het ijzersterke track record de komende jaren kan voortzetten. Onze visie wordt onder-steund door de overvolle en kwalitatief hoogwaardige projectenpijplijn in lijmen. Het is aannemelijk dat een (groot) deel van deze projecten zich in de nabije toekomst laat vertalen in klinkende munt. De aandelenkoers zal naar verwachting de winststijging snel volgen.



DR. HÖNLE
Kleefstoffen: Structalit 8801 - lijmen van sensoren

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

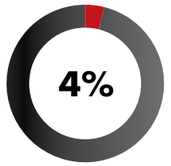
DR. HÖNLE	2016A	2017A	2018A	2019A	2020T	2021T
OMZET	93,4	101,9	126,5	107,7	110,7	124,5
EBIT	12,4	15,2	30,7	17,0	19,6	31,0
WPA	1,50	1,89	3,94	2,26	2,46	3,92
MARKTKAPITALISATIE	154,7	273,3	239,3	243,7	243,7	243,7
NETTOSCHULD	11,7	11,7	3,2	8,5	20,1	24,3
SOLVABILITEIT	65%	68%	70%	63%	66%	67%
NETTOSCHULD/EBITDA	0,6	0,6	0,1	0,4	0,8	0,7
KOERSWINST-VERHOUDING	18,7	26,2	11,0	19,5	18,0	11,3
EV/EBITDA	11,3	16,0	7,3	12,8	11,2	7,7
ROI %	10,8%	12,1%	22,5%	11,0%	10,7%	14,7%

BEWEGING OP VEEL FRONTEN

Voor Kendrion was 2019 een zeer bewogen jaar met ontwikkelingen op diverse deelgebieden. Resultaten stonden onder druk als gevolg van afzwakkende eindmarkten. Met name de daling van de wereldwijde automarkt bleek dieper dan gedacht en zorgde voor een algehele afkeer van beleggers voor de automobielsector. De beurskoers van Kendrion ging hierdoor na het teleurstellende jaar 2018 tijdelijk verder onderuit. Het bestuur reageerde ondertussen adequaat op alle ontwikkelingen. De kostenbasis is verder aangepast, terwijl onverminderd is geïnvesteerd in nieuwe projecten ter ondersteuning van toekomstige groei. Een groot aandeleninkoopprogramma werd gestart om de positieve vooruitzichten op iets langere termijn te onderstrepen. Ten slotte verraste de onderneming met de acquisitie van industriële remmenproducent INTORQ. De overname vormt een uitstekende aanvulling op de bestaande portfolio en zorgt tevens voor een beter evenwicht tussen de industriële en automotive activiteiten. Ondertussen lijken de vooruitzichten voor het jaar 2020 te verbeteren: autoverkopen stabiliseren, kostenbesparingen zijn doorgevoerd en de eerste nieuwe orders komen in productie. Bovendien gaat INTORQ bijdragen aan de winst per aandeel.

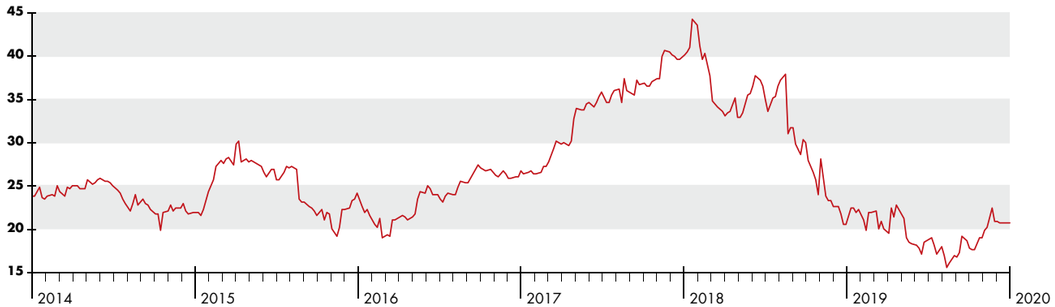


VAN DE PORTEFEUILLE



VAN HET AANDELENKAPITAAL

BEURSKOERS KENDRION (koers per 31/12/2019: €20,95)



De ontwikkelaar en producent van hoogwaardige elektromagneten en elektromagnetische systemen startte in 2016 onder de nieuwe CEO Joep van Beurden de ‘Simplify, Focus, Grow’ strategie. De eerste fase ‘Simplify’ was erop gericht om complexiteit in de onderneming weg te nemen waardoor kosten werden gereduceerd zonder de slagvaardigheid van de onderneming aan te tasten om daarmee een duidelijke verbetering van de winstgevendheid te bewerkstelligen. In de tweede fase ‘Focus’ werd een duidelijkere keuze gemaakt in de allocatie van arbeid en kapitaal naar die projecten met de meeste potentie. Hierbij ligt de focus vooral op projecten in automotive, robotics en China. De versterkte focus op deze aantrekkelijke deelgebieden moest vanaf 2019 zorgen voor een versnelde omzetgroei.

Ondernemingsprofiel

- Internationale ontwikkelaar en producent van hoogwaardige elektromagnetische componenten en systemen voor toepassingen in personenauto’s, commerciële voertuigen en industrie

Investeringsrationale

- Leidende internationale marktposities in een gefragmenteerde markt
- Diepe en langdurige klantrelaties met meerjarige projecten leveren op middellange termijn voorspelbare resultaten en sterke kasstroom
- Sterke focus op innovatie
- Structureel toenemende vraag naar hogere efficiency, veiligheid en comfort

Aanjagers

- Nieuwe CEO sinds december 2015
- Verhogen van de winstgevendheid en autonome groei door middel van het doorvoeren van de strategie ‘Simplify, Focus, Grow’
  Simplify: verminderen bedrijfscomplexiteit en verhogen productie-efficiency
  Focus: richten op projecten met hoge marge en groeipotentie
  Grow: uitbouwen van de geografische posities, vooral China
- Optimalisatie van de balans: dividend pay out en inkoop eigen aandelen

Na een zeer succesvol verlopen eerste fase waarin voor € 20 mln. aan kosten uit de organisatie werd gesneden, kwam de fase van de versnelde groei, ‘Grow’, onvoldoende uit de verf. Marktomstandigheden verslechterden waardoor de omzetgroei niet tot uiting kwam. Vooral de ontwikkelingen in de belangrijke automobielmarkt, waar Kendrion ongeveer 65% van de omzet realiseert, speelden hierin een belangrijke negatieve hoofdrol.

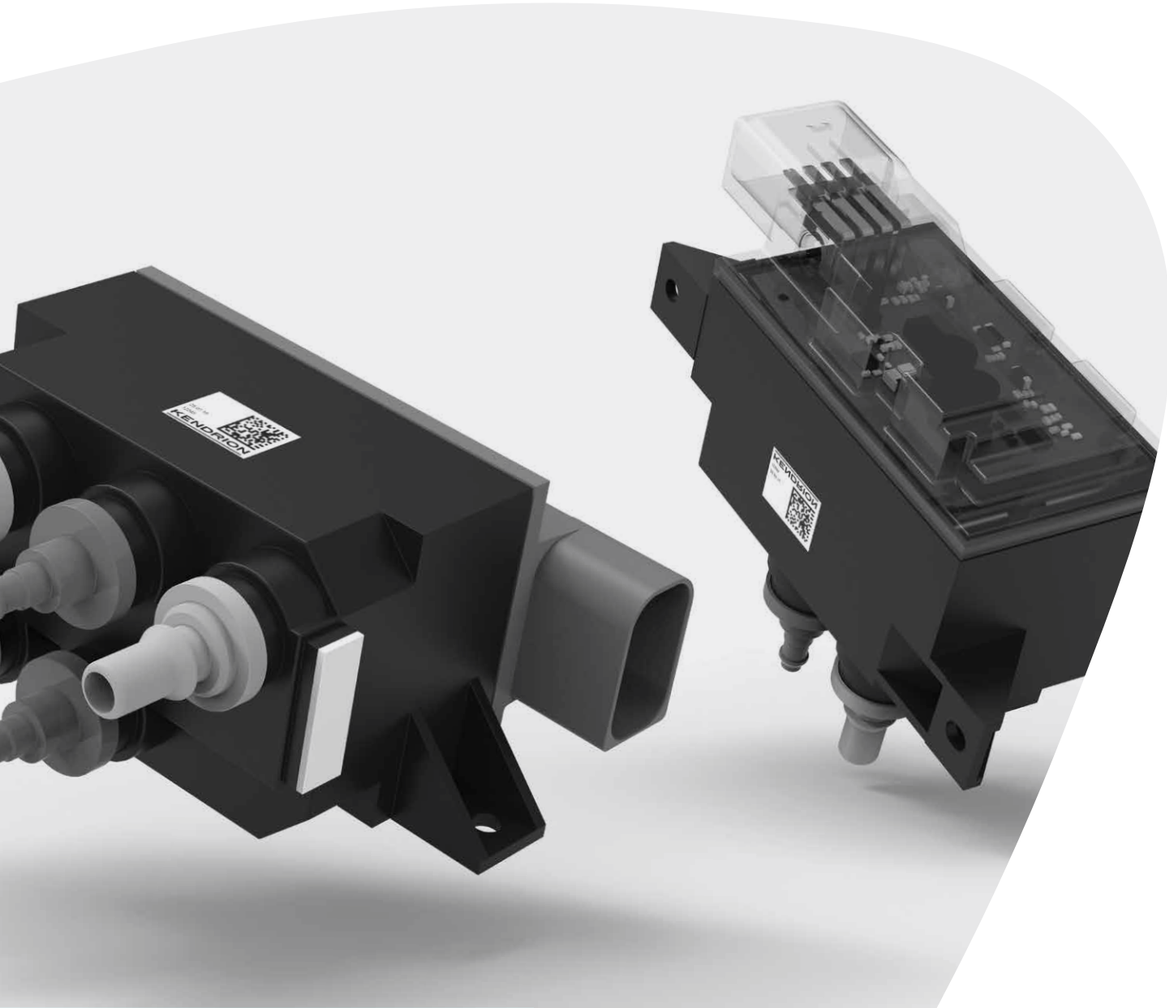
Automobielsector diep geraakt

De wereldwijde verkopen van personenauto’s begon in de loop van 2018 af te zwakken. Aanvankelijk werd gedacht aan een tijdelijke dip als gevolg van gewijzigde Europese toelatingstesten waardoor auto’s met vertraging op de markt kwamen. Langzaam kwam het besef dat de marktverslapping voor benzine- en dieselauto’s een meer structureel karakter had., mede als gevolg van de opkomst van de elektrische auto. Consumenten in vooral Europa en China hielden de hand op de knip waardoor de daling van de autoverkopen onverwachts aanhield. Aan de zeer lange periode van gestage groei in autoverkopen zonder noemenswaardige dip kwam een eind. Na 2018 zette de daling in 2019 nog eens versneld door. Verkopen vanaf de top in 2017 zakten de afgelopen twee jaar met maar liefst 7%. Een forse afname, aangezien de vorige daling ten tijde van de financiële crisis van 2008-2009 slechts 2% bedroeg. In deze moeilijke markt werd de automobieltak van Kendrion extra hard geraakt. Dit was enerzijds het gevolg van voorraadeffecten. Partijen die zich eerder in de productieketen bevinden worden harder geraakt doordat voorraden later in de keten steviger worden afgebouwd. Kendrion levert veel aan toeleveranciers van autofabrikanten. Ook vinden veel producten hun eindbestemming in duurdere modellen. Deze vonden door het verminderde consumentenvertrouwen veel minder aftrek. De impact op de resultaten viel in 2018 nog mee, dankzij uitstekende resultaten in de industriële divisie en forse kostenbesparingen in automotive. De groepsomzet kromp in 2018 met 3%. De nettowinst liep terug van € 19,5 mln. naar € 13,8 mln. De onderliggende winst, gecorrigeerd voor éénmalige effecten en herstructureringslasten, daalde beperkt met 3% tot € 22,6 mln. (€ 1,69 per aandeel). In 2019 werd Kendrion niet alleen geraakt door een verder verslechterde automarkt, maar viel ook de industriële vraag, na enkele zeer succesvolle jaren, terug. Kostenbesparingen konden de lagere omzetten onvoldoende compenseren waardoor de winst over de eerste negen maanden flink terugviel. Bij een 4% lagere omzet zakte de onderliggende nettowinst met 47% naar € 10,9 mln. (€ 0,81 per aandeel).

De juiste stappen gezet

Het bestuur heeft gedurende deze turbulente periode op verschillende gebieden adequaat gehandeld. Op operationeel vlak werd de kostenstructuur continu aangepast om de teruglopende omzetten zo veel mogelijk op te kunnen vangen. Bovenop de gerealiseerde besparingen van € 20 mln. in voorgaande jaren, zijn voor 2020 nog eens € 5 mln. extra besparingen geïdentificeerd. Deze vinden grotendeels plaats bij ondersteunende functies waardoor de operatie zo min mogelijk wordt geraakt.

Ondertussen blijven de investeringen in R&D ongemoeid om voor toekomstige groei te zorgen. De focus op nieuwe aantrekkelijke grote projecten vindt onverminderd plaats. En niet zonder succes. Het management claimt dat zowel in 2018 als in 2019 de nieuw verworven projecten de bestaande omzet ver overstijgt. Kendrion is hierdoor in het bezit van een uitstekende orderpijplijn. Projecten hebben een gemiddelde aanlooptijd van 2 à 3 jaar. Dit betekent dat de eerste effecten van de nieuw verworven opdrachten in 2020 verwacht mogen worden.



KENDRION
Automotive: Slim ventielblok voor sensorreiniging

Op de beurs was het vizier vooral op de korte termijn winstontwikkeling gericht en werd weinig aandacht besteed aan de groeiende pijplijn. Het bestuur kondigde bij de publicatie van de halfjaarcijfers een groot aandelen inkoopprogramma aan om het eigen vertrouwen in de toekomst kracht bij te zetten. Voor een bedrag van € 10 mln., ofwel zo'n 5% van de beurswaarde ten tijde van de aankondiging, zou in de loop van 2019 aan aandelen worden opgekocht om vervolgens te worden ingetrokken. In onze ogen was dit een uitstekende stap om het vertrouwen in het aandeel te verhogen. Een dergelijke inkoop vormde een heel duidelijk signaal richting investeerders. Bovendien had Kendrion voldoende ruimte op de balans om de inkoop te financieren.

Overname brengt meer balans

Het inkoopprogramma werd uiteindelijk in november vroegtijdig gestaakt bij een totaal aantal ingekochte aandelen van bijna 236.000 tegen een totaalbedrag van € 4,2 mln. De reden om de inkoop te stoppen vormde de overname van INTORQ. Deze onderneming produceert industriële remsystemen en realiseert met circa 300 man een omzet van € 57 mln. Daarmee maakt het zo'n 12% van de omzet van Kendrion uit.
INTORQ vormt een uitstekende strategische aanvulling. Het productaanbod is complementair aan de industriële remsystemen van Kendrion, afnemers zijn deels verschillend met goede mogelijkheden voor cross selling. Verder verstevigt het internationale profiel van INTORQ de reeds bestaande posities van Kendrion. Met name de goede Chinese positie van de remmenproducent is een welkome aanvulling. Kendrion is in China per saldo ondervertegenwoordigd en ziet dat land als een belangrijke groeimarkt. Ten slotte, maar zeker niet onbelangrijk, zorgt de overname voor een betere balans tussen de automotive en de industriële activiteiten. Waar de verhouding automotive vs. industrieel voorheen 65%-35% bedroeg, verschuift deze na de overname naar 55%-45%.
De overname was niet goedkoop. Kendrion betaalt € 80 mln. voor het goed winstgevende INTORQ. Dit komt neer op ruim 10 keer EBITDA (bedrijfswinst voor afschrijvingen van materiële en immateriële activa). Toch is deze hoge prijs in onze ogen te rechtvaardigen gezien het strategische belang, de goede winstgevendheid en hoge waardering van vergelijkbare ondernemingen. Bovendien bestaan er ruimschoots synergiemogelijkheden. Het bestuur ziet in eerste instantie synergievoordelen van ruim € 2 mln. Deze bestaan uit het samenvoegen van locaties en diverse holdingkosten waaronder verzekeringen en IT. Synergievoordelen op het gebied van inkoop, productie-optimalisatie en cross-selling zijn in deze prognoses nog niet meegenomen. Indien rekening wordt gehouden met deze effecten ligt de overnamemultiple substantieel lager en zien wij een duidelijke waardecreatie voor aandeelhouders. Het management zelf verwacht dat INTORQ flink gaat bijdragen aan de winst per aandeel. Voor 2020 wordt ten minste € 0,10 verwacht.
De ondernemingsleiding pakte na de overname-aankondiging snel door. Niet veel later werd de lange termijn financiering van de acquisitie zeker gesteld. De onderneming plaatste een aandelenpakket van 12%, bestaande uit 10% nieuwe aandelen en 2% van de eerder ingekochte stukken. De aandelen werden vrij gemakkelijk geplaatst en leverde de onderneming ruim € 31 mln. op. Het resterende bedrag wordt gefinancierd met schuld en de vrije kasstroom. De schuldpositie komt inclusief de bijdrage van INTORQ uit op naar schatting twee keer EBITDA, waarmee de financiële positie nog steeds solide te noemen is.

Automobielsector uit de gratie

Kendrion beleefde niet alleen operationeel roerige tijden, ook op de beurs was het aandeel volatiel. De automotive-sector was de afgelopen periode onder beleggers weinig geliefd. Kendrion, met een groot deel van de omzet afkomstig uit de automobielsector, deelde mee in de malaise. Beleggers meden de sector vanwege diverse potentieel disruptieve onzekerheden. Deze betreft in de eerste plaats de handelsoorlogen waarbij importtarieven op auto's mogelijk worden ingezet om de eigen markt af te schermen. Daarnaast zijn er grote ontwikkelingen op het gebied van schonere aandrijftechnologie aangejaagd door de klimaatdiscussie. Traditionele autoproducenten moeten fors investeren in schonere verbrandingsmotoren en tegelijk in de ontwikkeling van nieuwe auto's met een elektrische aandrijving. Een derde factor vormt de snelle ontwikkeling in autonoom en semi-autonoom rijden. Dit vergt net als de aandrijftechnologie enorme investeringen in R&D. Ten slotte zijn allerlei vormen van autodelen steeds meer in opkomst. Dit levert weer nieuwe bedrijfsmodellen op met mogelijk een veranderende autobehoefte. Bovengenoemde ontwikkelingen kunnen de winstgevendheid van autoproducenten en hun toeleveranciers raken door een afnemend wagenpark, margedruk door verhoogde R&D-uitgaven of verhoogde concurrentie als gevolg van nieuwe toetreders als Tesla en Google/Alphabet.

Winst weer in de lift

Wij zien door bovengenoemde ontwikkelingen in de automotivesector op termijn juist kansen voor Kendrion. De auto met verbrandingsmotor blijft de komende jaren een substantieel marktaandeel behouden vanwege de relatief lage aanschafprijs en een onderontwikkelde oplaadinfrastructuur. Ondertussen vormen hybride-auto's een tussentijdse oplossing voor de volledige transitie naar elektrisch. Deze wagens hebben juist extra magneetsystemen nodig. De toenemende vraag naar (semi)autonome rijsystemen voor grotere veiligheid en comfort vraagt eveneens om meer magneetsystemen. Wij verwachten daarom de komende jaren een toename van het aantal magneetsystemen per auto en dus een verdere groei van de markt voor Kendrion. Op korte termijn zien we het jaar 2020 mogelijk als keerpunt in de winstontwikkeling. De automobielmarkt lijkt te stabiliseren. Het voorraadeffect in de keten kan dan ineens een positief effect op het resultaat krijgen omdat voorraden bij afnemers (te) ver zijn afgebouwd. Bovendien is de projectenpijplijn van Kendrion zeer goed gevuld. De eerste projecten gaan naar verwachting dit jaar bijdragen aan de omzet. Daarnaast zijn flinke kostenmaatregelen genomen en draagt INTORQ bij aan de winst per aandeel.
Investeerders hebben hun aandacht nog steeds vooral gericht op de risico's van de onderneming en schenken relatief weinig aandacht aan de winstpotentie. De huidige waardering ligt ver beneden het historisch gemiddelde en prijst vrijwel geen winstherstel in. Wij verwachten dat dit waarderingsgat snel gedicht wordt zodra Kendrion wel weer winstgroei kan laten zien.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

KENDRION	2016A	2017A	2018A	2019T	2020T	2021T
OMZET	443,5	461,8	448,6	417,9	471,7	501,3
EBIT	21,7	28,7	24,3	15,2	31,4	41,3
WPA	1,24	1,73	1,68	0,80	1,38	1,88
MARKTKAPITALISATIE	358,3	542,9	282,5	287,3	312,9	312,9
NETTOSCHULD	54,0	54,5	80,5	50,6	113,4	88,9
SOLVABILITEIT	51%	52%	49%	52%	47%	51%
NETTOSCHULD/EBITDA	1,2	1,0	1,6	1,2	1,9	1,2
KOERSWINST-VERHOUDING	23,9	27,7	20,3	26,0	15,2	11,2
EV/EBITDA	9,0	11,4	7,3	8,1	7,0	5,6
DIVIDENDRENDEMENT	2,9%	2,2%	4,2%	2,4%	3,3%	4,5%
ROI %	5,7%	7,6%	5,8%	3,8%	6,4%	8,5%



KENDRION
Automotive: Actieve schokbreker verhoogt de grip en het comfort op de weg

MOMENTUM VOOR VERSNELD MARGEHERSTEL VERVLOGEN

De winstontwikkeling van Masterflex is over een langere periode teleurstellend. Het bedrijfsresultaat kan de goede ontwikkeling van de omzet maar niet volgen. De directie heeft duidelijk moeite de kosten te beheersen. De Raad van Commissarissen (RvC), en met name de voorzitter, heeft langjarig verzuimd dit probleem te adresseren. De AvA van 2019 was dan ook belangrijk vanwege de herverkiezing van de RvC. Geholpen door beloftes voor toekomstig margeherstel werd tot onze spijt de bestaande RvC voor wederom 6 jaar verkozen. De kans op een verhoogde druk op winstverbetering onder leiding van een nieuwe meer capabele RvC-voorzitter was volgens ons hierdoor vervlogen. Dit bleek sneller uit te komen dan gedacht.

De slangen- en verbindingenspecialist wist de afgelopen tien jaar de omzet jaarlijks met een indrukwekkende 6% te laten groeien (grotendeels autonoom) door internationale expansie. Over dezelfde periode bleef het bedrijfsresultaat op z'n best onveranderd. De marge zakte hierdoor van 14% naar volgens de jongste verwachting een teleurstellende 5% tot 6%. Marktomstandigheden hebben zich tussentijds niet echt gewijzigd wat deze margedruk kan rechtvaardigen. Managementaandacht is duidelijk te sterk gericht op omzetaanwas in plaats van winstgevendheid.

Ondanks langdurige margeproblemen heeft de RvC, in ieder geval naar buiten toe, zich weinig kritisch opgesteld. Hierdoor kon het zittende management langdurig wegkomen met zwakke prestaties en slappe excuses. Met name de voorzitter Georg van Hall valt dit aan te rekenen. Hij neemt al ruim tien jaar plaats in dit belangrijke controlerend orgaan waarvan bijna vier jaar als voorzitter. De andere twee leden, waaronder voormalig Eriks-topman Jan van der Zouw, zijn nog relatief kort lid en vallen de resultaten logischerwijs minder aan te rekenen.

De termijn van de RvC liep op de AvA van 2019 af en herverkiezing voor nog eens een termijn van maar liefst zes jaar (totaal niet marktconform) stond op de agenda. Voor de ondernemingsleiding was dit een cruciaal moment om de weinig kritische voorzitter te behouden.

RvC-voorzitter mag blijven zitten

De resultaten over 2018 toonden eenzelfde teleurstellend beeld als in voorgaande jaren. Ondanks een omzetgroei van 3% daalde de nettowinst met 21% tot € 3,4 mln. (€ 0,35 per aandeel). De EBIT-marge daalde met 140 basispunten naar 8,1%. De margedaling vormde voor de onderneming een belangrijke aanleiding om met verbeterplannen en concrete doelstellingen te komen. Masterflex moest vanaf 2020 weer een EBIT-marge realiseren van ten minste 10% voor buitengewone posten. De benodigde maatregelen zouden pas na de zomer bekend worden gemaakt. Deze omgekeerde volgorde leek vooral te zijn doorgevoerd om aandeelhouders voorlopig zoet en rustig te houden in verband met de op handen zijnde herverkiezing van de RvC.

Ondanks diverse gesprekken die wij voerden met grootaandeelhouders, bleek de tactiek van de onderneming succesvol. Een aantal mede-grootaandeelhouders wenste het liever nog even aan te kijken, mede om de relatie met het management niet te beschadigen. Op de AvA in mei werd de volledige RvC, inclusief voorzitter Van Hall, herbenoemd. Het natuurlijk moment ging hierdoor verloren om onder leiding van een kritische voorzitter steviger druk te zetten op winstherstel.

Verbeterplannen alweer snel achterhaald

De directie presenteerde, zoals aangekondigd, begin september de verbeterplannen met daaraan gekoppeld vernieuwde doelstellingen. De directie verwacht in 2022 op volledig autonome kracht een omzet van € 100 mln. en een EBIT van € 10,5 mln. Ambitieuze doelstellingen op basis van absolute getallen. De margedoelstelling van meer dan 10% is echter alweer verschoven met zo'n anderhalf jaar naar uiterlijk 2022. De beoogde margeverbetering is het resultaat van de ambitieuze omzetgroei in combinatie met € 2,5 mln. kostenbesparingen uit productiviteitsverhoging, inkoopverbetering en innovatie.

De resultaatontwikkeling over de eerste negen maanden van 2019 waren in Masterflex-termen weinig opvallend. Terwijl de omzet met een fraaie 6% steeg, bleven EBIT en nettowinst vrijwel onveranderd. Ongeveer twee weken na publicatie van de derde kwartaalresultaten en slechts anderhalve maand na de aangekondigde verbeterplannen kwam de onderneming met een enorme winstwaarschuwing naar buiten als gevolg van snel veranderde marktomstandigheden. De omzetprognose werd marginaal aangepast van 3% tot 6% naar 2% tot 3% groei. De EBIT-range daarentegen werd teruggebracht van circa € 6,4 mln. naar € 4,0 mln. tot € 4,8 mln., het laagste niveau sinds het crisisjaar 2009. Extra maatregelen werden aangekondigd. Beoogde besparingen werden ineens ruimschoots verdubbeld tot

Ondernemingsprofiel

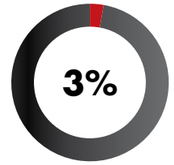
- Internationale specialist op het gebied van hoogwaardige, technisch veeleisende slang- en verbindingssystemen vervaardigd uit hightech-kunststoffen, weefsels en folies voor een grote verscheidenheid aan industriële en medische toepassingen

Investeringsrationale

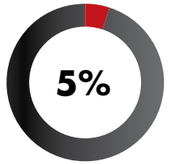
- Internationaal sterke positie in een gefragmenteerde en grotendeels lokale markt
- Brede productenportfolio wordt afgezet aan vele duizenden klanten afkomstig uit meer dan 10 verschillende branches met verschillende investeringscycli
- Structureel toenemende vraag naar kunststofoplossingen: vanwege de veelzijdige en superieure eigenschappen die andere materialen zullen substitueren
- Hoge toetredingsbarrières door specialistische kennis van zowel product als klant
- Afgeronde herstructurering

Aanjagers

- Versnellen van de internationalisering
- Uitbouw materiaaldeskundigheid, uitbreiding productportfolio en competentie op het vlak van systeemoplossingen.
- Verhogen winstgevendheid door optimalisatie van de organisatiestructuur en de operationele processen.
- Na afronding financiële herstructurering tijd voor: betere bankvoorwaarden, verdere balansversterking, 'add on' acquisities en hervatten dividendbetalingen
- Imagoverbetering en vertrouwensherstel op de beurs.

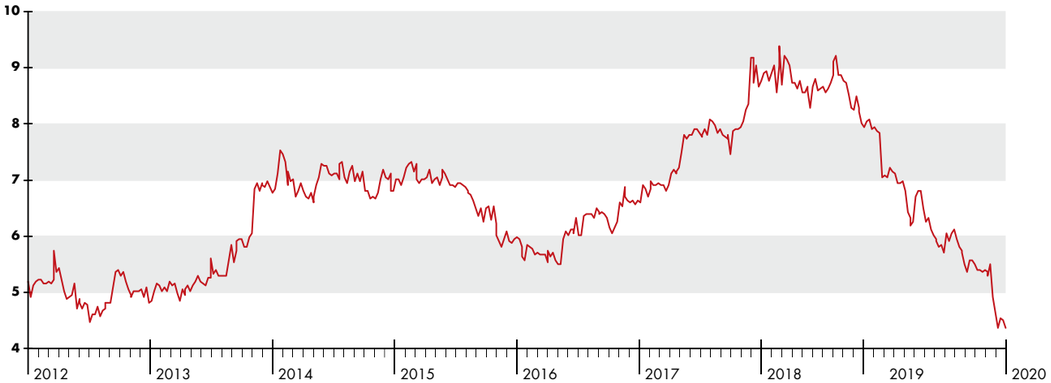


VAN DE PORTEFEUILLE



VAN HET AANDELENKAPITAAL

BEURSKOERS MASTERFLEX (koers per 31/12/2019: €4,48)



€ 5,3 mln. met extra besparingen op personeel, inkoop en overige posten. De margedoelstelling werd wederom verschoven naar uiterlijk 2022-2023. Op basis van de nieuwe prognoses begint de financiële positie krap te worden. De kans dat dividend een jaar wordt overgeslagen, lijkt groot.

Vertrouwen in management smelt weg

Het vertrouwen in het management op de financiële markt is door bovenstaande ontwikkelingen ver weggezakt. Er bestaat in toenemende mate twijfel of onder de huidige leiding een EBIT-marge van 10% - in 2012 nog het absolute minimum - haalbaar is, laat staan binnen de gestelde periode. Alleen al in 2019 is de doelstelling immers drie keer gewijzigd. Daarmee is onze angst voor tegenvallend winstherstel na de herbenoeming van de voorzitter van de RvC sneller uitgekomen dan gedacht. De koersdaling had een beperkte impact op onze portefeuille, mede dankzij de eerdergenoemde afbouw van ons belang eerder in het jaar.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

MASTERFLEX	2016A	2017A	2018A	2019T	2020T	2021T
OMZET	66,5	74,7	77,2	79,2	80,6	82,6
EBIT	5,9	6,6	6,1	3,4	4,5	6,1
EBIT-MARGE	8,9%	8,8%	7,9%	4,3%	5,6%	7,4%
WPA	0,34	0,45	0,35	0,16	0,23	0,35
MARKTKAPITALISATIE	57,4	85,3	68,8	43,7	43,7	43,7
NETTOSCHULD	19,1	20,4	22,1	24,1	21,3	18,3
SOLVABILITEIT	48%	52%	54%	54%	58%	62%
NETTOSCHULD/EBITDA	2,2	2,0	2,3	2,9	2,3	1,8
KOERSWINST-VERHOUDING	16,2	18,9	19,8	24,7	18,0	12,7
EV/EBITDA	8,7	10,3	9,5	8,2	7,1	6,0
DIVIDENDRENDEMENT	0,8%	0,8%	1,0%	0,0%	1,1%	1,6%



HET STATION VAN HERSTRUCTURERING RUIMSCHOOTS GEPASSEERD

Schaltbau heeft zich in 2019 uitstekend ontwikkeld. De problemen bij de onderneming zijn het afgelopen jaar opgelost. De zwaar verlieslatende Spaanse dochters zijn afgestoten en de resultaten van de kernactiviteiten vertonen flinke verbeteringen. De winstgevendheid gaat als gevolg hiervan in sneltreinvaart richting historische niveaus. Banken zien Schaltbau dan ook niet langer als herstructureringscasus. Daardoor heeft het bestuur meer handelingsbevoegdheden. De onderneming is nu in de fase van uitbouw beland en de vooruitzichten zijn uitstekend. Versterkte politieke aandacht voor klimaatverandering legt de nadruk op e-mobility en energie-transitie. Dit leidt niet alleen tot verhoogde investeringen in Schaltbau's kernmarkten treinen en bussen, maar biedt tevens grote kansen in nieuwe markten. Hoogste tijd voor het bestuur om de nieuwe strategie te bepalen met ambitieuze financiële doelstellingen. De sterke ontwikkelingen van het afgelopen jaar werden in toenemende mate erkend op de beurs, maar de potentie wordt volgens ons nog steeds niet volledig op waarde geschat.

De specialist in transporttechnologie belandde in 2017 in een herstructureringsfase als gevolg van een mislukte agressieve internationale expansiestrategie. De problemen concentreerden zich op diverse vlakken. De divisie 'Stationaire Transport Technologie' richtte zich op enkele grote internationale projecten ter compensatie van aanhoudend lage investeringen van Deutsche Bahn in railinfra. De divisie 'Mobiele Transport Technologie' kocht een tweetal Spaanse 'opknap' bedrijven (Sepsa en ALTE) ter verbreding van de internationale 'footprint'. De onderliggende problemen van deze dochters bleken echter zeer groot. Bovengenoemde probleemdossiers leidden tot een enorme 'cash drain' waardoor de schuldpositie uiteindelijk substantiële vormen kreeg. De laatste divisie, het goed winstgevende 'Componenten', kon de aanhoudende verliezen bij de andere divisies niet compenseren. Monolith, in samenwerking met een consortium van enkele grootaandeelhouders met een gezamenlijk belang van circa 29%, is intensief betrokken geweest bij het herstructureringsproces.

Ondernemingsprofiel

- Leverancier van hoogwaardige en betrouwbare componenten en systemen voor transporttechnologie: Stationair (spoorweginfra), Mobiel (treinen, bussen) en Componenten (schakelaars)

Investeringsrationale

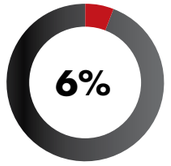
- Wereldwijde top-3 speler in niches met beperkt aantal concurrenten
- Omzet uit stabiele markten met een lange termijn karakter steunend op overheidsinvesteringen
- Brede productenportfolio met verschillende investeringscycli
- Structureel toenemende vraag naar (energie-) efficiënte en veilige transportoplossingen door stijgende urbanisatie & mobiliteit van mensen

Aanjagers

- Inprijzen van lager risico: turn-around is achter de rug, toegenomen voorspelbaarheid van de resultaten en vertrouwen bij beleggers
- Herstellen van de winstgevendheid en verder versterken van de financiële positie
- Ontwikkelen van de toekomststrategie eventueel ondersteunend met verder actief portefeuillebeleid: **1)** desinvesteren non-core, **2)** uitbouwen en/of verbreden van huidige marktposities door gerichte acquisities
- Fusie- en overnameactiviteit in de sector neemt toe

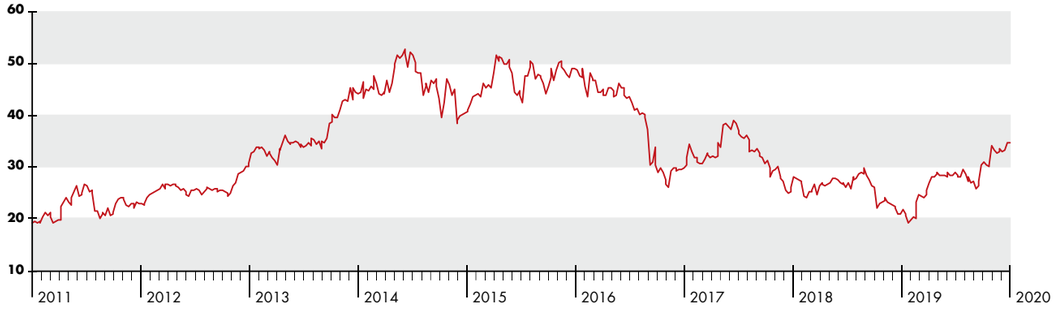


VAN DE PORTEFEUILLE



VAN HET AANDELENKAPITAAL

BEURSKOERS SCHALTBAU (koers per 31/12/2019: €34,00)



Probleemdossiers zijn opgelost

De eerste belangrijke stappen om de 'bleeders' binnen de activiteitenportefeuille te elimineren werden in 2018 gezet. Het zwaar verlieslatende project voor perrondeuren voor diverse metrostations in Sao Paolo werd grotendeels teruggegeven aan opdrachtgever Bombardier. Hierdoor werd het projectverlies niet alleen gemaximeerd, maar tevens sterk teruggebracht. De twee Spaanse dochterbedrijven bleven nu als laatste grote zorgenkindjes over. Na diverse managementveranderingen en reorganisaties werd besloten om de dochters af te stoten. Dit vormde een delicaat proces aangezien de meeste klanten van de Spaanse dochters tevens klant zijn van andere onderdelen in de groep. Afscheid moest worden genomen zonder de klantrelatie te veel te beschadigen. Het bestuur wist hiervoor in het eerste jaarhelft van 2019 een oplossing te vinden. ALTE werd voor een symbolisch bedrag verkocht aan een sectorgenoot. Verliezen op de verkoop waren al volledig opgenomen in de resultaten van 2018. Sepsa werd niet veel later afgestoten. De dochter werd failliet verklaard om vervolgens in afgeslankte vorm een doorstart te maken onder de hoede van een Indiase strategische partij. Schaltbau bleef onder de transactie nog wel verantwoordelijk voor maximaal € 8 mln. aan diverse waarborgen. Hiervoor zijn voorzieningen genomen die mogelijk in de toekomst tot uitkeringen kunnen leiden. Met deze laatste stap heeft de onderneming eindelijk een streep kunnen zetten onder een mislukt internationalisatie-avontuur en zijn de grote gaten waar enorme geldsommen weglekten, definitief gedicht.

Stevig herstel van het resultaat

De grote problemen bij enkele internationale projecten en de dochters ALTE en Sepsa vergden de afgelopen jaren enorme aandacht. De kernactiviteiten werden hierdoor onvoldoende scherp aangestuurd en presteerden niet optimaal. Daarom werden verbetertrajecten doorgevoerd bij met name de divisies 'Stationaire Transport Technologie' en 'Mobiele Transport Technologie'. Deze trajecten moeten ervoor zorgen dat de EBIT-marge uiterlijk in 2021 weer terug is op het historische gemiddelde van 7% tot 9%. De eerste effecten van de genomen maatregelen lieten zich in 2018 al zien. Schaltbau rapporteerde over dat jaar nog wel een negatief resultaat van € 14 mln. (€ -1,93 per aandeel). De verliezen waren het gevolg van reorganisatielasten en waarde-aanpassingen voor ALTE en Sepsa alsmede in het verleden geactiveerde goodwill. De EBIT gecorrigeerd voor eenmalige posten verbeterde daarentegen

van € 2,4 mln. naar € 16 mln., gedreven door zowel de drie divisies als door lagere holdingkosten. De EBIT-marge kwam uit op 3,3% en lag aan de bovenkant van de managementprognose.
Het herstel van de resultaten zette in 2019 verder door dankzij hogere onderliggende verkopen, betere prijzen en efficiencyverbetering. De onderliggende EBIT - gecorrigeerd voor reorganisaties, voorzieningen en afstoten van dochterondernemingen - steeg over de eerste negen maanden met maar liefst 43% tot € 23 mln. bij een 8% hogere omzet. De divisies 'Stationaire Transport Technologie' en 'Mobiele Transport Technologie' droegen bij aan de flinke stijging, terwijl 'Componenten' een pas op de plaats maakte vanwege capaciteitsinvesteringen. De EBIT-marge bedroeg 6,3%. Het bestuur paste als gevolg van de uitstekende ontwikkelingen in de eerste negen maanden, de jaarverwachtingen opwaarts aan. Terwijl de omzetprognose van € 480 mln. tot € 500 mln. onveranderd bleef, werd de



SCHALTBAU
SBRS: Oplaadstation voor E-bussen

verwachting voor de EBIT opwaarts bijgesteld. Er wordt nu vanuit gegaan dat Schaltbau aan de bovenkant van de bandbreedte van de EBIT-marge van 5% tot 6% uitkomt. Dit betekent in absolute termen een EBIT van € 28 mln. tot € 30 mln.
Banken hebben naar aanleiding van de uitstekende bedrijfsontwikkelingen aangegeven dat de herstructureringsfase definitief is afgesloten. Dit betekent dat Schaltbau weer meer handelingsvrijheid heeft en tevens veel lagere herstructurerings- en rentekosten. Zo werd de onderneming door de kredietverschaffers verplicht tot het inhuren van een voorgeschreven ondernemingsadviseur (Roland Berger) en het opnemen van een Chief Restructuring Officer in het bestuur.
De verbeterde financiële situatie gaf tevens aanleiding voor nieuwe kredietonderhandelingen. Een nieuwe kredietfaciliteit werd overeengekomen voor een totaal van € 150 mln., inclusief een zogenaamde factoring-faciliteit (een vorm van debiteurenfinanciering), met een looptijd van drie jaar. De kredietfaciliteit is een (gedeeltelijke) vervanging van de bestaande faciliteit en de uitstaande MKB-obligatie. Hiermee is een lange termijn financiering zeker gesteld.

Nieuwe fase van uitbouw aangebroken

Met de herstructureringsfase achter de rug en historische winstmarges weer in het zicht wordt het tijd de bakens te verzetten naar de toekomst. De marktvooruitzichten blijken voor de komende jaren excellent. Klimaatverandering staat hoog op de politieke agenda en dat speelt Schaltbau in de kaart. Maatregelen zijn in toenemende mate gericht op de bevordering van e-mobiliteit en energietransitie. Het nieuwe Duitse klimaatplan is hiervan een goed voorbeeld. De Duitse overheid heeft een bedrag van maar liefst € 50 mld. opzij gezet om de uitstoot van broeikasgassen te verminderen. Belangrijke elementen van de plannen vormen onder meer het stimuleren van duurzame energiebronnen in combinatie met afbouwen van kolenenergie en het promoten van milieuvriendelijk transport (elektrische voertuigen en treinen) ten koste van vervuilende vervoersmethoden. Geld wordt gealloceerd naar treinen en spoor om een aantrekkelijk vervoersalternatief te bieden. Dit betekent meer vraag naar diverse producten van Schaltbau. Bovendien wordt in toenemende mate geïnvesteerd in elektrische bussen. Naast de traditionele producten als busdeuren biedt de onderneming diverse veiligheidsproducten (schakelaars) voor batterijsystemen en snellaadsystemen. Deze systemen vinden ook toepassing in voertuigen waarvoor Schaltbau op dit moment nog geen toeleverancier is, zoals elektrische personenauto's, (lichte) vrachtauto's en diverse andere commerciële voertuigen. Daarnaast, als gevolg van de energietransitie, vindt energieopwekking steeds vaker kleinschalig en lokaal plaats om vervolgens te worden verbonden aan het grote energienetwerk. Dit vormt eveneens een enorme groeimarkt voor de onderneming. Om kortsluiting met brandgevaar te voorkomen zijn (gelijkstroom)schakelaars van Schaltbau nodig.
Bovengenoemde trends laten zich vertalen in aantrekkelijke groeiverwachtingen. Het bestuur ziet de komende periode de vraag naar treinen met rond de 10% per jaar toenemen. De vraag naar busdeuren stijgt zelfs meer dan 10%. De sterkste groei wordt echter voorzien in nieuwe markten voor e-voertuigen en elektriciteitsnetwerken. Hier wordt een groei van meer dan 30% per jaar voorzien.
De uitstekende marktvooruitzichten moeten de komende tijd worden vertaald in een nieuwe strategie met daaraan gekoppeld ambitieuze financiële doelstellingen. Deze worden naar verwachting in het voorjaar van 2020 gepresenteerd. Het lijkt erop dat de onderneming voorlopig alle drie de divisies wenst te behouden waarmee een volledig aanbod wordt geboden voor zowel trein- als spoorwegtechnologie. Verkoop van de kleinere werkmaatschappij 'Stationaire Transport Technologie' is volgens het bestuur op dit moment geen optie. De grootste klant Deutsche Bahn staat op het punt om recordinvesteringen aan het spoor te plegen. Opdrachten verschijnen de komende twee jaar op de markt, terwijl er maar een beperkt aantal partijen, waaronder Schaltbau, kan leveren.
Op het gebied van de financiële doelstellingen verwachten wij dat, op basis van bovengenoemde groeiscenario's, een verdubbeling van de omzet naar € 1 mld. in de komende vijf jaar mogelijk is. Doordat het grootste deel van de omzetgroei afkomstig is van de zeer winstgevende 'Componenten' divisie, lijkt bovendien een structureel hogere winstgevendheid mogelijk. Een EBIT-marge van meer dan 10% lijkt hierbij goed haalbaar.

Meer erkenning voor uitstekende ontwikkeling

Schaltbau heeft de afgelopen periode enorme progressie geboekt. De uitstekende ontwikkelingen in 2018 hebben zich overduidelijk voortgezet in 2019. Het bestuur bouwt langzaam weer aan een positief track record. Winstverwachtingen worden conservatief ingezet zodat deze

ook bij eventuele tegenvallers worden gehaald. Dit heeft ertoe geleid dat, in tegenstelling tot voorgaande jaren, het management de winstverwachting meerdere malen in positieve zin heeft kunnen aanpassen.
De positieve ontwikkelingen bleven ook op de beurs niet onopgemerkt. Schaltbau was door de problemen uit het verleden grotendeels van het radarscherm van beleggers verdwenen. Serieuze research op het aandeel vond vrijwel niet meer plaats. Inmiddels keert de aandacht voor het aandeel weer iets terug. De eerste beleggers tonen interesse en nieuwe researchcoverage is gestart. De aandelenkoers heeft het in 2019 uitstekend gedaan. In onze ogen is een groot deel van de performance het resultaat van een normalisatie van het risicoprofiel. De winstpotentie van Schaltbau wordt volgens ons echter nog steeds onderschat. Waarderingsmultiples liggen hierdoor nog ver onder historische gemiddelden. Dit betekent dat het aandeel nog ruimschoots potentieel heeft.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

SCHALTBAU	2016A	2017A	2018A	2019T	2020T	2021T
OMZET	509,1	516,5	518,3	496,5	526,7	552,2
EBIT	-14,5	2,4	16,0	27,9	36,0	41,9
WPA	-2,61	-8,04	-1,93	0,79	2,30	2,86
MARKTKAPITALISATIE	189,0	173,5	178,7	300,7	300,7	300,7
NETTOSCHULD	148,0	158,4	100,4	89,6	70,8	45,8
SOLVABILITEIT	23%	16%	24%	27%	33%	40%
NETTOSCHULD/EBITDA	9,1	7,9	3,5	2,1	1,4	0,8
RENTEDEKKING	-2,8	0,2	2,8	4,0	6,4	9,5
KOERSWINST-VERHOUDING	n.a.	n.a.	n.a.	42,8	14,8	11,9
EV/EBITDA	23,8	19,0	11,6	10,7	8,7	7,2
FCF %	4,0%	-13,7%	12,2%	3,6%	6,2%	8,3%



SCHALTBAU
Bode : Treindeur-systemen

EERSTE ZONNESTRALEN

Het aandeel Solar, de Deense technische groothandel, heeft in 2019 nog maar weinig waardering gekregen voor de gestage progressie die het heeft geboekt binnen het strategisch plan dat CEO Andersen begin 2018 heeft gelanceerd. Toegegeven, de stijging van de operationele winstmarge is nog wat beperkt, de resultaten van de 'aanpalende' activiteit MAG45 vallen tegen en de koersontwikkeling van de deelneming in BIMobject is ronduit teleurstellend. Maar onderliggend is er wel degelijk goede vooruitgang en wij denken dat het management de juiste stappen zet om van Solar weer een gefocuste technische groothandel en daarmee een aantrekkelijke 'investment case' te maken. In het laatste jaarverslag is enorme progressie geboekt in de kwaliteit en diepgang van de communicatie naar de financiële markt. Met de verdergaande automatisering van de distributiecentra en de synergiën van de goede acquisitie in Zweden verwachten wij dat de winstmarge in 2020 een belangrijke stap richting de doelstelling van 4% zal zetten. En met de geplande verkoop van MAG45 zullen de 'aanpalende' activiteiten en bijbehorende verliezen geheel uit de boeken verdwijnen. Dan resteert een in onze ogen zeer aantrekkelijk gewaardeerd aandeel.

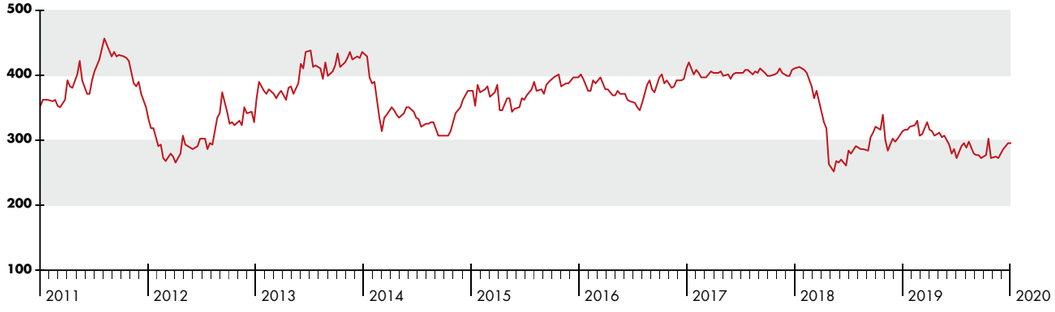


VAN DE PORTEFEUILLE



VAN HET AANDELENKAPITAAL

BEURSKOERS SOLAR (koers per 31/12/2019: DKK 299,00)



De kernactiviteiten van Solar bestaan uit technische groothandels in Denemarken (30% van de omzet), Zweden (23%), Nederland (23%) en Noorwegen (17%), die vooral leveren aan installateurs (elektriciens, loodgieters, etc.), samen goed voor 2/3e van Solar's omzet. De rest is afkomstig van industriële klanten in bijv. machinebouw. Het productenpakket bestaat uit ruim 200.000 uit voorraad leverbare artikelen, met name voor elektrotechniek (kabels, schakelaars, verlichting, beveiligingsapparatuur, etc.), maar ook voor sanitair, verwarming, klimaatbeheersing en energie. Daarnaast heeft Solar in het verleden een behoorlijk aantal acquisities gedaan buiten deze kernactiviteiten. Veruit de belangrijkste hiervan zijn MAG45 en BIMobject. MAG45 (5% van de omzet) is een voormalig onderdeel van Philips en is wereldwijd actief in 'integrated supply chain solutions', waarbij MAG45 de gehele keten van inkoop, voorraadbeheer en logistiek van industriële klanten beheert. BIMobject is een Zweedse, beursgenoteerde onderneming die actief is in 'online Building Information Management (BIM) content'. Het 17,4%-belang van Solar is ultimo 2019 DKK 138 mln. (€ 19 mln.) waard, circa 6% van de marktkapitalisatie van Solar.

Ondernemingsprofiel

- Kernactiviteiten: technische groothandel in elektrotechnisch installatiemateriaal, sanitair, verwarming, klimaatbeheersing & energie in Scandinavië en Nederland
- Diverse niet-kernactiviteiten, o.a.:
  - MAG45, wereldwijd actief in 'integrated supply'
  - BIMobject, waarin Solar een belang van 17% bezit

Investmentrationale

- Kernactiviteiten (groothandels):
  - Marktleider in thuisland Denemarken
  - Verbeterpotentieel in overige landen, of
  - enorme strategische waarde bij mogelijke consolidatie
  - Stabiele posities, hoge toetredingsbarrières
- Niet-kernactiviteiten: verbeterpotentieel door:
  - Het terugdringen van operationele verliezen
  - Herallocatie van kapitaal

Aanjagers

- Nieuwe CEO (okt. 2017) met nieuw strategisch plan
  - Focus terugbrengen op de kernactiviteiten
  - Margeverbetering van de groothandels
  - Stelpen van verliezen van niet-kernactiviteiten
  - Aanscherpen portefeuille: verkoop van niet-kernactiviteiten en/of deelnemingen
- Mogelijke verkoop/fusie van landenactiviteiten (groothandels buiten Denemarken)
- Verkoop belang BIMobject en optimalisatie van de balans door bijv. aandeleninkoop
- Verandering in structuur van de governance

Gestage progressie in margeverbetering

Solar heeft sinds het aantreden van CEO Andersen in oktober 2017 de operationele winstmarge van de kernactiviteiten (de groothandels), één van de belangrijkste performance-indicatoren, gestaag verbeterd. Aan de ene kant profiteert Solar van de gezonde groei in de eindmarkten in Scandinavië en Nederland, gedreven door degelijke macro-economische ontwikkelingen en sterke bouw- en constructiemarkten. Ook een herstel bij industriële klanten, vooral in Noorwegen, en de algehele trend naar 'green technology', zoals warmtepompen, zonnepanelen en elektrisch rijden, draagt een steentje bij. In tegenstelling tot in 2018 weet Solar in 2019 goed mee te groeien met de markten met een verwachte organische omzetgroei van circa 5%. Dit is naar onze mening een gevolg van de teruggebrachte focus, enkele managementwisselingen en een uitbreiding van het productenpakket, vooral binnen de zogenaamde concepten. Aan de andere kant weet Solar de winstgevendheid te verbeteren door diezelfde groei in concepten, die een hogere brutomarge hebben, groei in het segment Industrie en algehele kostenbesparingen, vooral door middel van automatisering binnen de distributiecentra. Al deze ontwikkelingen zullen ons inziens ook de komende jaren helpen om de winstgevendheid verder te verbeteren. De voorspellingen voor de eindmarkten zijn nog altijd redelijk gunstig. De enorme vlucht in 'green technology' moet in de belangrijke thuismarkt Denemarken nog min of meer beginnen. Binnen de concepten is Solar bezig om de inkoop internationaal te bundelen en daarmee inkoopkortingen te bedingen. In diverse landen lopen er nog programma's om de nieuwste technieken op het gebied van 'warehouse operations' te installeren, wat naast kostenbesparingen ook een vergroting van het productenaanbod en versnelde levering oplevert. Ten slotte is Solar gestart met de integratie van de 2 distributiecentra in Nederland. In 2019 heeft CEO Andersen ook een belangrijke stap gezet om de winstpotentie van de activiteiten in Zweden fundamenteel te verbeteren. Middels de acquisitie van

Onninen voegt Solar circa 17% omzet toe aan de eigen Zweedse activiteiten. De integratie is in recordtempo en zonder problemen afgerond, mede omdat Onninen met hetzelfde software-platform werkte. Wij zijn blij met deze stap, omdat schaalgrootte in deze industrie een cruciale factor is bij het bepalen van de winstgevendheid. Met deze acquisitie toont CEO Andersen bovendien aan dat hij beseft dat dat zo is. Dit zou in de toekomst belangrijk kunnen zijn, mocht blijken dat Solar er niet in slaagt om zelfstandig de winstmarge in bepaalde landen op een tevredenstellend niveau te krijgen. In dat geval zou Solar ervoor kunnen kiezen om bepaalde activiteiten te verkopen of te fuseren met bijvoorbeeld Rexel of Sonépar, iets wat volgens onze berekeningen enorme aandeelhouderswaarde kan creëren.

Conform de door Solar afgegeven 'outlook' voor 2019 verwachten wij dat de operationele marge van de kernactiviteiten zal uitkomen op 3,5%, een fractie hoger dan de 3,3% in 2018. De verbetering lijkt wat mager, maar gecorrigeerd voor de integratiekosten van Onninen in Zweden zal de marge in 2019 waarschijnlijk 0,2%-punt hoger uitkomen. Daarnaast wordt de marge gedrukt door een relatief sterke groei in die landen, met name Noorwegen en Nederland, met een lagere marge.

Voor 2020 taxeren wij voorzichtig een verdere margeverbetering tot 3,5%. Het zijn vooral de kosten en de snelheid van de implementatie van nieuwe IT-systemen in de distributiecentra die de marge nog drukken. De verwachte synergiën van de acquisitie in Zweden zullen in 2020 een belangrijke bijdrage aan de winstgroei gaan leveren.

De oplettende lezer zal hebben opgemerkt dat de door ons verwachte marge van 3,5% onder Solar's doelstelling voor 2020 van 4% ligt. Dat klopt, maar wij hebben altijd betoogd dat het tijdsplan 2020 wel erg ambitieus was. Wij verwachten (nog altijd) dat Solar de doelstelling (pas) in 2021 zal halen. De consensusverwachting van analisten gaat overigens ook niet uit van een marge van 4% in 2020. Wat ons betreft is het belangrijker dat Solar progressie blijft maken in het verhogen van de winstgevendheid, idealiter op een iets hoger tempo dan in 2019.



SOLAR
Zonnepanelen

'Aanpalende' activiteiten stellen teleur

Iets minder positief verging het de zogenaamde 'aanpalende' activiteiten. Dit segment bestaat inmiddels eigenlijk alleen nog maar uit MAG45, na de verkoop van Euro Business Schools eind 2018 en de integratie van Polaris in de Deense groothandel. Na een hoopgevend eerste kwartaal zijn de verliezen in latere kwartalen bij MAG45 weer opgelopen, mede vanwege de wereldwijd afzwakkende industriële productie. Solar moest helaas constateren dat MAG45 er niet in zal slagen het gehoopte break-even resultaat te behalen in 2019. Het verlies het van segment 'aanpalend' van DKK 21 mln. (€ 2,8 mln.) in 2018 zal naar verwachting in 2019 slechts licht afnemen naar een verlies van DKK 19 mln en dus op de groepsresultaten blijven drukken. Dat is uiteraard teleurstellend, maar wij zijn wel blij met de conclusie die het management hieruit trekt, namelijk verkoop. Bij zijn aantreden heeft CEO Andersen gesteld dat de aanpalende activiteiten binnen 2-3 jaar winstgevend moesten zijn. Nu blijkt dat dat niet haalbaar is, houdt Andersen woord door MAG45 af te stoten. Hoewel de opbrengst waarschijnlijk niet veel zal zijn, denken wij dat dit wel de juiste stap is om de focus bij Solar helemaal terug te brengen op de technische groothandels in Noord-Europa.

Had Solar diezelfde conclusie vorig jaar maar getrokken voor het 17%-belang in BIMobject. Doordat de koers van BIMobject gedurende 2019 bijna is gehalveerd, is de waarde van deze deelneming gezakt van DKK 260 mln. (€ 35 mln.) naar DKK 138 mln. (€ 19 mln.) De daling is het equivalent van een koersdaling voor Solar van maar liefst 6%. BIMobject heeft een lastig en hectisch jaar achter de rug, waarbij de omzetgroei sterk terugviel door teleurstellende resultaten in de VS en waarbij het personele verloop, ook op bestuursniveau, erg hoog was. Om dezelfde reden als bij MAG45 denken wij nog altijd dat het verstandig zou zijn om het belang te verkopen; het vertegenwoordigt nog steeds een waarde van 6% van de beurswaarde van Solar.

Kleine verbetering in governance aanstaande

Het is spijtig om te zien dat MAG45 en BIMobject op de performance van Solar drukken. Bij het aangaan van onze positie hebben wij aangegeven dat het terugbrengen van de focus op de technische groothandels en het opschonen van historische avonturen zoals MAG45 en BIMobject belangrijke aanjagers van de koers zouden zijn. Maar de besluitvorming binnen vooral de RvC, onder aanvoering van de (nazaten van) de oprichtersfamilie via het Fund of 20th December, is helaas nogal traag. En dat komt de prestaties van Solar dus niet ten goede.

Onder druk van de grootste aandeelhouder RWC, met wie wij goede banden hebben, is er inmiddels wel een nominatiecommissie ingevoerd voor de RvC. Waar voorheen het Fund of 20th December alle leden van de RvC bepaalde, bestaat deze commissie ook uit externen, waaronder een vertegenwoordiger van RWC. Wij denken dat het met name belangrijk is dat de nieuwe voorzitter van de RvC onafhankelijk is van het Fund of 20th December. Hopelijk zal dat uiteindelijk de handelingssnelheid van het hele concern verhogen.

Sterke kasstroom leidt tot verhoogd dividend

Het totale rendement van Solar in 2019 bedroeg ruim 10%, waarvan 5% dividend. Dit laatste was meer dan verwacht, omdat Solar bij de publicatie van de jaarcijfers over 2018 een verrassend hoog dividend aankondigde van DKK 14 per aandeel (2017: DKK 10). Dat gebeurde samen met een (lichte) verbetering van het dividendbeleid: de oude payout ratio van 35-45% is vervangen door 'meer dan 35%'. In het tegelijkertijd gepubliceerde jaarverslag was ook de algehele communicatie naar de financiële markten sterk verbeterd. Solar publiceerde niet alleen de resultaten per land (dat ontbrak sinds 2015), maar wijdde ook enkele bladzijden aan zijn eigen 'investment proposition', door het benoemen van het aantrekkelijke dividend, een eventuele aandelen-inkoop en de sterke vrijekasstroom.

Gezien de stijgende winst en de sterke vrijekasstroom zien wij de komende jaren genoeg ruimte voor een verdere verhoging van het dividend. Als Solar er dan ook in slaagt om MAG45 tegen een acceptabele prijs te verkopen en de operationele winstmarge van de kernactiviteiten verder te verhogen, zien wij geen enkele reden waarom de beurswaardering van Solar zo laag zou blijven.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

SOLAR	2017A	2018A	2019A	2020T	2021T	2022T
OMZET	1493	1488	1565	1579	1619	1659
EBIT	17	30	35	42	50	47
WPA	0,35	2,44	1,17	3,63	4,52	4,45
OPERATIONELE MARGE KERNACTIVITEITEN	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%	3,9%	3,7%
MARKTKAPITALISATIE	400	276	292	322	322	322
NETTOSCHULD	66	62	123	106	84	66
(MARKT)WAARDE DEELNEMINGEN	38	43	20	20	20	20
SOLVABILITEIT	34%	35%	32%	33%	34%	36%
NETTOSCHULD/EBITDA	1,4	1,2	1,7	1,4	1,0	0,8
KOERSWINST-VERHOUDING	23,4	22,7	12,5	12,2	9,8	9,9
EV/EBITDA	10,0	6,7	5,8	5,6	4,8	4,7
DIVIDENDRENDEMENT	2,5%	5,0%	4,7%	4,5%	4,8%	5,2%
VRIJEKASSTROOMRENDEMENT	-4,5%	3,2%	1,5%	9,7%	11,4%	10,3%

STRUCTUUR EN ORGANISATIE MONOLITH

Fusie Monolith en Monolith Duitsland

Zoals besloten in december 2018 en toegelicht in het jaarverslag over 2018, zijn Monolith en Monolith Duitsland per 2 februari 2019 zijn gefuseerd. Daarbij was Monolith Duitsland de verdwijnende vennootschap en Monolith de verkrijgende vennootschap. Om fiscale redenen is er voor gekozen om de investeringen van Monolith Duitsland niet over te dragen aan Monolith, maar om beide vennootschappen (fiscaal geruisloos) te fuseren.

Versterking investeringsteam

Na een kennismakingsperiode van 4,5 maand is per 1 maart 2019 het investeringsteam versterkt met de komst van Philip Scholte (44). Na zijn studie Financiële Economie aan de Universiteit van Amsterdam heeft Philip als aandelenanalist gewerkt bij diverse Nederlandse banken en effectenhuizen, waaronder de Rabobank en Kempen & Co, onderdeel van Van Lanschot Bankiers. Daarmee brengt hij ruim 20 jaar ervaring in beleggingsanalyse van diverse Nederlandse en Belgische ondernemingen in een grote verscheidenheid aan industrieën en bedrijven, waarbij de focus vooral lag op de 'mid en small caps'. In die jaren heeft hij ook het klappen van de dotcom-bubbel, 9/11, de financiële crisis van 2008 en de recentere euro-crisis van dichtbij meegemaakt.

Met de komst van Philip hebben we invulling gegeven aan onze wens om de analysecapaciteit van MIM te versterken. Hij heeft in het afgelopen jaar een substantiële bijdrage geleverd aan de eerdergenoemde aanpassingen in de uitvoering van het beleggingsproces. Daarnaast houdt Philip zich bezig met de screening en analyse van individuele bedrijven, waaronder ook in Denemarken.

RAPPORTAGE OVER DE BEDRIJFSVOERING

Gedurende de periode waarover dit verslag rapporteert hebben wij de verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld. Bij onze werkzaamheden hebben wij geen constateringen gedaan op grond waarvan zou moeten worden geconcludeerd dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 115y lid 5 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen ('Bgfo') niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in het Bgfo en daaraan gerelateerde regelgeving. Ook is niet geconstateerd dat de maatregelen van interne controle niet effectief en overeenkomstig de beschrijving functioneren. Voor het komende jaar verwachten wij geen significante wijziging in de inrichting van de bedrijfsvoering.



SOLAR
Bouwplaats in Kopenhagen



DR. HÖNLE
Glas & Lampen: Staven van Kwartsglas

VOORUITZICHTEN

Economie, bedrijfswinsten…

Aan de scepsis van eind 2018 kwam in 2019 een vrij abrupt einde. Ondanks de haperingen in de maanden mei en augustus als gevolg van opspelende angsten rondom een escalatie van de handelsoorlog tussen de VS en China en de afzwakking van de wereldwijde groei, hebben aandelenmarkten in 2019 een indrukwekkend rendement laten zien. “Maar hoe nu verder”: is een voor de hand liggende vraag. De politieke onzekerheden zijn recent wel wat afgenomen, maar de politiek zal ook in 2020 weer een belangrijke rol blijven spelen op de financiële markten. Wereldwijd zullen conflicten, verkiezingen, etc de koersen van aandelen, obligaties, valuta’s en andere financiële instrumenten in beweging blijven brengen. De door de Amerikaanse president Trump gestarte handelsoorlog met China zal wel haast zeker ook in het lopende boekjaar een hoofdrol blijven opeisen. Deze kan ieder moment weer escaleren of zich verplaatsen naar andere regio’s en zo leiden tot oplopende spanningen en bijbehorende volatiliteit. Uiteraard zullen de ogen van beleggers ook gericht blijven op de belangrijkste centrale banken ter wereld. De omgeving met ultra lage rentestanden zullen in het lopende jaar aanhouden. Experts zijn van mening dat de economische groei overeind blijft en door monetaire beleidsmaatregelen ondersteund zal worden. De Fed en de ECB hebben zich ook in het afgelopen jaar bewust getoond van de verzwakkende conjunctuur en getracht die dreiging weg te nemen met beleidsaanpassingen.

Naar verwachting zal de wereldwijde economie in 2019 met 2,9% zijn gegroeid. Dat is een duidelijke teruggang in vergelijking tot 2018, toen deze nog 3,6% bedroeg. Eind 2019 werd wel duidelijker dat de wereldwijde economische groei in 2020 wel weer wat zou gaan aantrekken. De kans op een recessie lijkt in ieder geval klein.

De VS en China blijven gegeven hun omvang de belangrijkste factoren die de groei van de wereldwijde economie bepalen. In de Verenigde Staten gelden op zich nog steeds prima vooruitzichten, al ligt de groeiverwachting van het IMF voor 2020 met 2% wel onder die van 2019 (2,3%). De verwachte daling komt voort uit een vertraging van de maakindustrie.

China is inmiddels opgeklommen naar een economische supermacht. De groeicijfers uit het verleden zijn vanzelfsprekend steeds moeilijker te halen en vlakken daarom ook de laatste jaren af. De Chinese economische groeide afgelopen jaar met 6,1% en voor 2020 wordt 6,0% verwacht. China lijkt het risico op een terugval te hebben kunnen voorkomen door medio januari jongstleden een handelsakkoord met de VS te bereiken. De uiteindelijke impact van het Corona virus laat zich op dit moment nog moeilijk kwantificeren. Het eerste kwartaal zal de Chinese economische groei halveren hetgeen wereldwijd voelbaar zal zijn. Een goede kans bestaat dat, met de Amerikaanse presidentsverkiezingen in aantocht, er verdere positieve afspraken gemaakt gaan worden in het lopende verslagjaar.

De eurozone is de regio in de wereld waar de economische groei wat schril afsteekt versus het wereldgemiddelde. Aan een verdere terugval lijkt evenwel een einde te zijn gekomen. Voor Europa als geheel zal de verwachte groei uitkomen op 1,3% (2019: 1,2%). Verder vooruitkijkend wordt er verwacht dat de groei in de EU in 2021 ongeveer gelijk zal blijven. Duitsland, Europa’s grootste economie, blijft het moeilijk hebben na een flinke terugval in 2018. In 2019 maakte het met 0,6% de zwakste groei door van de afgelopen 6 jaar. Ook voor 2020 zal het land als exportkampioen te lijden hebben onder de heersende spanningen rondom de wereldhandel en de aanhoudende terugval in de auto-industrie. Met een groeiprognose voor 2020 van 1,1% draait het land onder het Europees gemiddelde. Dat is een tegenvallende prognose, maar een recessie wordt niet verwacht. Ook in Nederland is er sprake van een terugval. De economische groei in 2019 kwam uit op 1,7% en voor 2020 wordt dit beraamd op 1,3%.

De inflatie blijft laag, zowel in de VS als Europa. In Europa lag deze in 2019 gemiddeld genomen op 1,6%. Ondanks een kleine toename ligt deze nog steeds ruim onder de ECB inflatiedoelstelling (lager dan maar dicht bij 2%). Voor de VS geldt eveneens dat de inflatie nog niet op het peil ligt waarop de Fed een andere trend in het monetaire beleid dient te gaan inzetten. In Europa zal de ECB voorlopig niet tot een renteverhoging hoeven te besluiten om de inflatie te drukken. Ook de groeiperspectieven geven daar geen aanleiding toe. De beleidsrente staat op nul en dat zal waarschijnlijk voorlopig zo blijven. De focus van de centrale banken zal blijven liggen op het voeren van voorspelbaar rustig en stapsgewijs beleid om de economie en financiële markten niet uit balans te brengen. Wereldwijd zal de marktrente waarschijnlijk stijgen.

Tegen bovenstaande achtergrond achten wij het aannemelijk dat de bedrijfswinsten in Europa weer zullen gaan toenemen in 2020. In 2019 was er ten opzichte van het jaar 2018 sprake van een daling van circa 15%. Wel waren er grote verschillen tussen sectoren en landen. Vooral in Duitsland was er sprake van een daling, gedreven natuurlijk door de automotive sector die het heel zwaar te verduren had. Voor 2020 is de verwachting dat gemiddeld genomen het winstniveau van 2018 weer kan worden bereikt. Het is steeds aannemelijker geworden dat 2019 een eenmalige dip in de bedrijfswinsten te zien gaf. In de VS waren de winsten in 2019 minder sterk gedaald en zitten bedrijven minder ver van het 2018-niveau. Voor het Amerikaanse bedrijfsleven wordt onder meer daarom ook verwacht dat zij ruim daarboven zal gaan uitkomen.

… en koersen

In het jaarverslag van 2018 schreven wij: “politieke risico’s hebben het marktbeeld in 2018 gedomineerd en de financiële markten neerwaarts gestuurd. Aandelen waren daarbij de grote verliezers, maar de keerzijde is dat de waarderingen behoorlijk zijn afgekomen. Dat maakt dat er voor aandelen in 2019 weer kansen liggen, zeker vis-a-vis obligaties.”. Achteraf kunnen we nu vaststellen dat aandelen het inderdaad heel erg goed hebben gedaan vooral ook door afnemende spanningen omtrent de Chinees-Amerikaanse handelsoorlog. Voor 2020 geldt echter dat het niet is gedaan met de politieke risico’s. Een einde aan de wereldwijde conflicten zal zich niet voordoen. De grootmachten VS, China, Rusland en ook Europa zullen er aan deelnemen. De confrontaties zullen zich blijven voordoen, onafhankelijk van de uitkomst van het huidige lopende handelsconflict. Ze gooien zand in de raderen van de globalisering met een negatieve uitwerking op de groei. De globalisering zoals die zich bijna 30 jaar heeft voorgedaan zal zo snel niet terugkomen. Voor Europa komt daar nog de onzekere uitkomst bij van de onderhandelingen met het Verenigd Koninkrijk. Dat betekent dat we waarschijnlijk te maken krijgen met een langere periode van zwakke economische groei. Experts zien dat als het meest serieuze geopolitieke risico. We blijven ons voorlopig bevinden in een onzekere economische en financiële omgeving. Voor 2020 verwachten wij dan ook grote koersuitslagen.

In het afgelopen jaar zijn er door aandelenindices uitzonderlijke stijgingspercentages opgetekend. De koerswinstverhoudingen van aandelenindices (de meest populaire waarderingsmaatstaf) zijn daardoor met circa 20% opgelopen. Die ‘multiple’ kan ons inziens niet veel verder omhoog. Het zou in ieder geval heel ongebruikelijk zijn, hoewel in de afgelopen decennia wel situaties voorkwamen dat er meerdere jaren achtereen sprake was van ‘multiple’-expansie. Het komt normaal gesproken niet voor dat de waarderingsmultiples van de aandelenmarkt naar nog hogere iveaus gaan dan waar ze op dit moment per jaarultimo stonden. Een uitzondering was de bubbelperiode eind jaren ’90. Dat geldt vooral voor de VS en in mindere mate voor Europa. Overigens zijn de standen van aandelenindices vaak opgetrokken doordat de koersen van enkele zwaargewichten door het dak gingen. Beleggers volgden een momentum strategie (koop de winnaars) ongeacht de waarderingspremies die ze daarvoor moesten betalen. Daardoor waren er hele grote verschillen binnen indices tussen deze winnaars in vergelijking met de slechtst presterende aandelen. In onze ogen kan dat zo niet langer doorgaan. De winnaars zullen die trend niet kunnen vasthouden, terwijl de koersen van ‘losers’ naar boven zullen corrigeren, resulterend in indices die per saldo op hetzelfde puntenniveau blijven liggen. Beleggen in een indextracker of een ETF heeft dan evenwel niet zo veel zin. Des te meer kansen zijn er ons inziens voor de belegger die actieve keuzes wil maken.

Tenslotte kijken we nog even in algemene zin terug op de relatie tussen enerzijds Waarde-aandelen (gekarakteriseerd door relatief lage Koers/Boekwaarde en Koers/Winst verhouding en hoog dividendrendement) en anderzijds Groei-aandelen (gekenmerkt door een hoge (prospectieve) groei van de omzet of winst per aandeel). Groei–aandelen outperformen al ongeveer 10 jaar waarde-aandelen, maar dit fenomeen is sinds 2015 verhevigd. Wij, maar velen met ons, hebben moeite met de verklaring van dit aanhoudende beeld. De neerwaarts gerichte trend van de rente speelt daarin natuurlijk een belangrijke rol. Vooruitkijkend naar 2020 is het meest interessante aspect de rente wel wat zal stijgen en dat winsten herstellen. Indien dit inderdaad uitkomt is er een goede kans dat waarde-aandelen weer eens gaan outperformen versus groeiaandelen. Overigens zijn er door ons meer dan voldoende interessante ondernemingen in deze categorie te vinden.

Nog even inzoomend op de prospectieve waarderingsniveaus van aandelen: de waardering voor aandelen verschilt per regio. De koers/winstverhouding (2020) van aandelen in de Eurozone ligt (per ultimo 2019) op circa 15, voor Duitsland op circa 14 en voor Nederland op 18. De waardering is in het afgelopen jaar, vooral als gevolg van de forse koersimpuls, stevig opgelopen. De koers/winstverhouding (2020) ligt in de VS op een hoger niveau van 19. Wereldwijd ligt dit op 17. In die zin lijken aandelen in Europa nog steeds relatief aantrekkelijk gewaardeerd ten opzichte van de andere belangrijke regio’s. Zeker in relatie tot de prospectieve (gering) stijgende ondernemingswinsten en de lage rentestand. Wij verwachten een positief rendement voor Europese waarde-aandelen, maar de koersen zullen sterk fluctueren.

Doorschakelend naar de portefeuille van Monolith: Wij zijn optimistisch over de komende jaren, zoals uit winsttaxaties van de ondernemingen in onze portefeuille blijkt. De waarderingen bieden eigenlijk sowieso al meer dan voldoende ruimte naar boven. Indien de verbeteringsmogelijkheden - zoals die bij de meeste van onze investeringen zijn aangegeven – ook daadwerkelijk worden gerealiseerd is het koerspotentieel nog groter. In geval zich een ‘blue sky’-scenario ontvouwt voor die specifieke ondernemingen, wat zich ook wel eens voordoet, dan komt daar nog een schepje bovenop.

Ten slotte blijven wij benadrukken dat onze prestaties op langere termijn dienen te worden beoordeeld. Onze investeringsresultaten komen door het gefocuste karakter van de portefeuille nu eenmaal schoksgewijs tot stand. Op de lange termijn heeft de gevolgde investeringsaanpak globaal genomen resultaten geleverd die wij ons ten doel hadden gesteld, nl. gemiddeld ten minste 10%. Overigens wordt hieraan niet op elk moment in de tijd voldaan, maar grosso modo is dit gemiddelde zeker haalbaar gebleken. Wij werken er, zoals van ons verwacht mag worden, voortdurend aan om ieder jaar weer een meer dan tevredenstellende prestatie voor onze aandeelhouders neer te zetten. Dat lukt het ene jaar beter dan het andere. In ieder geval hebben wij vertrouwen in de huidige portefeuille en zijn er daarnaast meer dan voldoende attractieve investeringsmogelijkheden om de beschikbare middelen te (her)investeren.

Monolith zal zich daarnaast blijven opstellen als een constructieve aandeelhouder om onze investeringen tegen waardedalingen te beschermen en op termijn de verborgen waarde in haar investeringen naar boven te halen. Ten aanzien van actief aandeelhouderschap zullen wij bij ondernemingen blijven aandringen op aanscherpen van de strategie (focus, expansie, etc.) enerzijds en een optimalisering van de organisatie (kostenbeheersing, etc.) en de kapitaalstructuur anderzijds. Wij gaan ervan uit dat onze aanpak, indien op dezelfde gedisciplineerde manier uitgevoerd, ook in de toekomst tevredenstellende resultaten zal genereren.

Amsterdam, 12 februari 2020
De Directie
Monolith Investment Management B.V.

Daan van Vlaardingen
Dimitri Kaandorp



BERENTZEN
Vivaris: Herbal Lemonade Kräuterbraut Koka & Kardamom

Monolith Investment Management B.V.
De Boelelaan 28
1083 HJ Amsterdam

Datum: 17 januari 2020
Betreft: Rapportage Global Compact Compliance Screening (portefeuille per 31-12-2019)

Geachte heer/mevrouw,

Op verzoek van Monolith Investment Management B.V. (Monolith) onderzoekt Sustainalytics op kwartaalbasis de beleggingen van Monolith en de fondsen die op de shortlist staan op de naleving van internationaal gedeelde normen en waarden, zoals beschreven in de tien Global Compact principes van de Verenigde Naties (VN). De Global Compact principes gelden voor ondernemingen en omvatten de thema's mensenrechten, arbeidsomstandigheden, milieu en anti-corruptie. Monolith wenst niet te beleggen in bedrijven die in strijd handelen met de Global Compact principes.

Monolith heeft in 2019 ieder kwartaal alle fondsen in de shortlist en alle fondsen in de portefeuille door Sustainalytics op naleving van de tien principes van de Global Compact laten onderzoeken. Sustainalytics heeft de uitgevende instellingen, zoals opgenomen in de portefeuilles geanalyseerd op basis van de Global Compact principes. Op basis van de hierboven omschreven analyse van de samenstelling van de portefeuille (meest recent per 31 december 2019) concludeert Sustainalytics dat geen van de opgenomen bedrijven in strijd handelt met de principes van de Global Compact.

Om te beoordelen of een bedrijf in strijd handelt met de principes van de Global Compact kijkt Sustainalytics of een bedrijf betrokken is bij controversiële activiteiten. Bovendien wordt geanalyseerd in welke mate het bedrijf zich inspant om het betreffende probleem op te lossen en/of het maatregelen neemt om herhaling of verdere escalatie te voorkomen. Wanneer het bedrijf ook daarin tekort schiet, wordt het aangemerkt als "Global Compact Non-Compliant".

We hopen u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd.

Met vriendelijke groet,

Andrea van Dijk
Director Advisory Services

Sustainalytics is een onafhankelijk 'environmental, social and governance' (ESG) adviesbureau dat als doel heeft om beleggers over de hele wereld met de ontwikkeling en implementatie van verantwoorde beleggingsstrategieën te ondersteunen. Sustainalytics werkt samen met institutionele beleggers die milieu-, sociale en bestuurlijke informatie en evaluaties in hun investeringsbeslissingen wensen te integreren.



SCHALTBAU
Bode : Treindeur-systemen

INVESTERINGEN

PER 31 DECEMBER 2019		MARKTWAARDE	PERCENTAGE*
MONOLITH			
DEELNEMINGEN**			
Berentzen	789.410	5.399.564	7,9%
Dr. Hönle	270.195	11.942.620	17,5%
Kendrion	652.912	13.678.506	20,0%
Masterflex	492.909	2.208.232	3,2%
Schaltbau	541.989	18.427.626	26,9%
		51.656.548	**75,5%**
OVERIGE BELEGGINGEN			
Amsterdam Commodities	330.935	6.866.901	10,0%
Solar	173.158	6.930.492	10,1%
Overig		957.422	1,4%
		14.754.815	**21,5%**
TOTAAL INVESTERINGEN		**66.411.363**	**97,0%**
Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden		2.020.449	3,0%
TOTAAL		**68.431.812**	**100,0%**

* *Percentage Netto Vermogenswaarde. Met percentage Netto Vermogenswaarde wordt bedoeld de verhouding tussen de marktwaarde van de investering en de Netto Vermogenswaarde van Monolith.*

** *Groter dan 5% van het aandelenkapitaal van de betreffende onderneming, dan wel gebruikmakend van de zogenaamde aflopende deelnemingsvrijstelling*

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten



AMSTERDAM COMMODITIES
Snick: Magazijn

MONOLITH LAST YEAR

FINANCIEEL VERSLAG

PROPORTIONEEL GECONSOLIDEERDE BALANS PER 31 DECEMBER 2019

ACTIVA	TOELICHTING	31/12/2019* EUR	31/12/2018* EUR
VLOTTENDE ACTIVA			
INVESTERINGEN			
- AANDELEN	1.1	**66.411.363**	72.593.234
		66.411.363	72.593.234
VORDERINGEN			
- BELASTINGVORDERINGEN	3.1	**796.300**	796.738
- OVERIGE VORDERINGEN	3.2	**5.376**	6.327
		801.676	803.065
LIQUIDE MIDDELEN			
- LIQUIDE MIDDELEN		**1.463.546**	199.986
- LIQUIDE MIDDELEN MONOLITH DUITSLAND		**-**	971.016
		1.463.546	1.171.002
		68.676.585	74.567.301

PASSIVA	TOELICHTING	31/12/2019* EUR	31/12/2018* EUR
EIGEN VERMOGEN			
AANDELENKAPITAAL		**109.288**	131.464
AGIORESERVE		**42.820.408**	55.917.363
OVERIGE RESERVE		**14.888.896**	44.349.095
ONVERDEELD RESULTAAT		**10.613.220**	-29.460.199
	2.1	**68.431.812**	70.937.723
LANGLOPENDE SCHULDEN			
LATENTE BELASTINGEN		**53.384**	35.218
KORTLOPENDE SCHULDEN (TEN HOOGSTE ÉÉN JAAR)			
LENINGEN O/G	4.1	**-**	3.159.139
OVERIGE SCHULDEN EN OVERLOPENDE PASSIVA	4.2	**191.389**	435.221
		191.389	3.594.360
		68.676.585	74.567.301
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT		**125,23**	107,92
CERTIFICATEN GEPLAATST BIJ DERDEN		**546.439**	657.320

* *De cijfers per 31 december 2018 betreffen de proportioneel geconsolideerde cijfers van Monolith N.V., inclusief het belang dat Monolith hield in Monolith Duitsland B.V. per 31 december 2018 (92,81%). Per 2 februari 2019 is Monolith Duitsland volledig gefuseerd met Monolith N.V.*

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten



AMSTERDAM COMMODITIES
DeliNuts: Container lossen

PROPORTIONEEL GECONSOLIDEERDE WINST- EN VERLIESREKENING

	TOELICHTING	01/01/2019 31-/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN			
DIVIDEND		**1.999.119**	2.002.829
RENTEBATEN		**35.586**	44.503
OVERIGE BATEN		**189.290**	194.401
		2.223.995	2.241.733
WAARDEVERANDERINGEN INVESTERINGEN			
GEREALISEERDE WINSTEN		**4.385.507**	1.185.792
GEREALISEERDE VERLIEZEN		**-2.202.977**	-810.067
ONGEREALISEERDE WINSTEN		**32.297.740**	4.057.589
ONGEREALISEERDE VERLIEZEN		**-24.596.067**	-34.252.834
		9.884.203	-29.819.520
SOM DER BEDRIJFSOPBRENGSTEN		**12.108.198**	-27.577.787
KOSTEN			
MANAGEMENTKOSTEN	5.1	**1.099.177**	1.934.918
BANKKOSTEN	5.2	**61.471**	65.448
OVERIGE KOSTEN	5.3	**193.902**	250.962
		1.354.550	2.251.328
OPERATIONEEL RESULTAAT		**10.753.648**	-29.829.115
RENTELASTEN	5.4	**36.118**	33.749
BRONBELASTING	5.5	**86.143**	177.323
		122.261	211.072
RESULTAAT VOOR BELASTINGEN		**10.631.387**	-30.040.187
BELASTINGEN		**18.167**	-579.988
RESULTAAT NA BELASTINGEN		**10.613.220**	-29.460.199
OVERIGE DIRECTE VERMOGENSMUTATIES		**-**	-
TOTAAL RESULTAAT BOEKJAAR		**10.613.220**	-29.460.199
NETTO RESULTAAT PER CERTIFICAAT		**19,42**	-44,82

* *Per 2 februari 2019 is Monolith Duitsland volledig gefuseerd met Monolith N.V.*

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten

PROPORTIONEEL GECONSOLIDEERD EIGEN VERMOGEN

	AANTAL AANDELEN	NOMINALE WAARDE EUR	AANDELEN KAPITAAL EUR	AGIO-RESERVE EUR	OVERIGE RESERVE EUR	RESULTAAT BOEKJAAR EUR	TOTAAL EUR
PER 1 JANUARI 2018	**599.201**	**0,20**	**119.840**	**47.259.986**	**26.955.058**	**17.394.037**	**91.728.921**
RESULTAAT BOEKJAAR	-	-	-	-	-	-29.460.199	-29.460.199
RESULTAATBESTEMMING VOORGAAND BOEKJAAR	-	-	-	-	17.394.037	-17.394.037	-
GEPLAATST AANDELENKAPITAAL	81.416	0,20	16.283	12.146.108	-	-	12.162.391
INGEKOCHT AANDELENKAPITAAL	-23.297	0,20	-4.659	-3.488.731	-	-	-3.493.390
PER 31 DECEMBER 2018*	**657.320**	**0,20**	**131.464**	**55.917.363**	**44.349.095**	**-29.460.199**	**70.937.723**
RESULTAAT BOEKJAAR	-	-	-	-	-	10.613.220	10.613.220
RESULTAATBESTEMMING VOORGAAND BOEKJAAR	-	-	-	-	-29.460.199	29.460.199	-
GEPLAATST AANDELENKAPITAAL	18.750	0,20	3.750	2.129.789	-	-	2.133.539
INGEKOCHT AANDELENKAPITAAL	-129.631	0,20	-25.926	-15.226.744	-	-	-15.252.670
PER 31 DECEMBER 2019	**546.439**	**0,20**	**109.288**	**42.820.408**	**14.888.896**	**10.613.220**	**68.431.812**

* *De cijfers van 2018 zijn proportioneel geconsolideerd met Monolith Duitsland. Per 2 februari 2019 is Monolith Duitsland volledig gefuseerd met Monolith N.V.*

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten

PROPORTIONEEL GECONSOLIDEERD KASSTROOMOVERZICHT

	TOELICHTING	01/01/2019 31/12/2019* EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
RESULTAAT VOOR BELASTINGEN		**10.631.387**	-30.040.187
AANPASSINGEN VOOR:			
- WAARDEVERANDERINGEN		**-9.884.203**	29.819.520
- CORRECTIE**		**11.385**	-10.737
- VERANDERINGEN IN WERKKAPITAAL			
- VORDERINGEN EN OVERIGE ACTIVA		**1.388**	130.284
- KORTLOPENDE SCHULDEN EN OVERLOPENDE PASSIVA		**-243.832**	90.763
- BETAALDE BELASTING		**-**	-8.055
- ONTVANGEN INTEREST		**-55.450**	-64.367
- ONTVANGEN DIVIDEND		**-1.999.119**	-2.002.829
- BETAALDE INTEREST		**-44.622**	-36.751
KASSTROOM UIT BEDRIJFSOPERATIES		**-12.214.453**	27.917.828
ONTVANGEN INTEREST		**55.450**	64.367
ONTVANGEN DIVIDEND		**1.999.119**	2.002.829
BETAALDE INTEREST		**44.622**	36.751
		2.099.191	2.103.947
KASSTROOM UIT OPERATIONELE ACTIVITEITEN		**516.125**	-18.412
AANKOPEN	1.1	**-5.081.757**	-14.735.381
VERKOPEN	1.1	**21.136.446**	4.195.157
KASSTROOM UIT INVESTERINGSACTIVITEITEN		**16.054.689**	-10.540.224
ONTVANGEN BIJ PLAATSTING CERTIFICATEN		**2.133.539**	12.162.391
BETAALD BIJ INKOOP CERTIFICATEN		**-15.252.670**	-3.493.390
AFLOSSING LENING		**-3.159.139**	-
KASSTROOM UIT FINANCIERINGSACTIVITEITEN		**-16.278.270**	8.669.001
NETTO KASSTROOM		**292.544**	-1.889.635
GELDMIDDELEN BEGIN VERSLAGPERIODE		**1.171.002**	-98.502
GELDMIDDELEN ULTIMO VERSLAGPERIODE		**1.463.546**	-1.988.137
LIQUIDE MIDDELEN		**1.463.546**	1.171.002
LENINGEN O/G		**-**	-3.159.139
GELDMIDDELEN ULTIMO VERSLAGPERIODE		**1.463.546**	-1.988.137

* *Per 2 februari 2019 is Monolith Duitsland volledig gefuseerd met Monolith N.V.*
** *Doordat het relatieve belang van Monolith in Monolith Duitsland gedurende het jaar enigszins verandert, is per einde verslagperioden een correctie gedaan op de investeringen van Monolith Duitsland.*

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten

TOELICHTING OP DE PROPORTIONEEL GECONSOLIDEERDE BALANS

1 INVESTERINGEN

1.1 Mutatieoverzicht aandelen

	31/12/2019* EUR	31/12/2018 EUR
STAND BEGIN BOEKJAAR	**72.593.234**	90.945.305
CORRECTIE**	**-11.385**	10.277
AANKOPEN	**5.081.757**	14.735.381
VERKOPEN	**-21.136.446**	-3.307.982
GEREALISEERDE WINSTEN	**4.385.507**	1.179.969
GEREALISEERDE VERLIEZEN	**-2.202.977**	-804.244
ONGEREALISEERDE WINSTEN	**32.297.740**	4.057.589
ONGEREALISEERDE VERLIEZEN	**-24.596.067**	-34.223.061
STAND ULTIMO PERIODE	**66.411.363**	72.593.234
HISTORISCHE KOSTPRIJS***	**64.337.346**	76.393.530

* *Per 2 februari 2019 is Monolith Duitsland volledig gefuseerd met Monolith N.V.*
** *Aangezien het belang van Monolith in Monolith Duitsland gedurende het jaar enigszins verandert, is per einde verslagperioden een correctie gemaakt ten aanzien van de investeringen van Monolith Duitsland.*
*** *Deze kostprijs betreft de prijs waarvoor Monolith N.V., Monolith Fund of Monolith Duitsland B.V. de aandelen hebben verworven.*

2 EIGEN VERMOGEN

2.1 Intrinsieke waarde per Certificaat

Voor het verloopoverzicht van het eigen vermogen wordt verwezen naar bladzijde 85. Onderstaand is de intrinsieke waarde per Certificaat weergegeven.

NETTO VERMOGENSWAARDE OVERZICHT	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR
NETTO VERMOGENSWAARDE VOLGENS BALANS	**68.431.812**	70.937.723	91.728.921	71.921.729	75.655.242
AANTAL UITSTAANDE CERTIFICATEN	**546.439**	657.320	599.201	582.926	594.942
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT	**125,23**	107,92	153,09	123,38	127,16

3 VORDERINGEN

3.1 Belastingvorderingen

	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR
TE VORDEREN BRONBELASTING EFFECTEN	**242.588**	110.363
TE VORDEREN BRONBELASTING DEELNEMINGEN	**553.712**	686.375
	796.300	796.738

De te vorderen bronbelasting deelnemingen betreft terug te vorderen dividendbelasting van EUR 520.715 ingehouden op dividenden van Nederlandse deelnemingen in 2016, 2017, 2018 en 2019 (dividenden van Amsterdam Commodities en Kendrion) en een bedrag van EUR 32.997 te vorderen van de buitenlandse belastingdienst.

3.2 Overige vorderingen

	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR
OVERIGE VORDERINGEN	**5.376**	6.327
	5.376	6.327

4 KORTLOPENDE SCHULDEN

4.1 Leningen o/g

Dit betreft bij kredietinstellingen opgenomen gelden met een looptijd korter dan 1 jaar. Met KAS BANK is Monolith een kredietfaciliteit overeengekomen waarvan de hoogte afhankelijk is van de zogenaamde trekkingswaarde van de portefeuille. Het absolute maximum van de faciliteit bedraagt EUR 10 miljoen. Omwille van riskmanagement is tevens overeengekomen dat ongeacht de trekkingswaarde van de portefeuille een minimumbedrag van EUR 3,1 miljoen kan worden opgenomen. Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar de toelichting op de niet uit balans blijkende verplichtingen.

Per 1 januari bestond deze lening uit de lening van Monolith N.V. en een proportioneel geconsolideerd deel van de lening van Monolith Duitsland. Deze leningen zijn in 2019 volledig afgelost.

4.2 Overige schulden en overlopende passiva

	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR
NOG TE BETALEN MANAGEMENT VERGOEDING	**85.714**	84.025
VOORUITBETAALDE INSCHRIJVINGEN*	**-**	225.000
OVERIGE NOG TE BETALEN KOSTEN	**105.675**	126.196
	191.389	435.221

** De vooruitbetaalde inschrijvingen per 31 december 2018 zijn per 1 januari 2019 afgewikkeld.afgewikkeld.*

5 KOSTEN

5.1 Managementkosten

	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
PRESTATIEVERGOEDING*	**-**	562.305
MANAGEMENTVERGOEDING MIM*	**1.099.177**	1.372.613
	1.099.177	1.934.918

** Dit betreft vergoedingen aan MIM, de directie van Monolith. De prestatievergoeding wordt volgens het Prospectus vastgesteld op basis van de prestatie per driemaandelijkse periode. Gedurende de driemaandelijkse periode zal een eventuele prestatievergoeding een voorwaardelijk karakter hebben. Per de laatste dag van de driemaandelijkse periode wordt de eventuele onvoorwaardelijke prestatievergoeding vastgesteld en in de maand erop betaalbaar gesteld aan MIM.*



BERENTZEN
Citrocasa: Citruspersmachine supermarktmodel

5.2 Bankkosten

	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
KOSTEN DEPOTBANK	**20.277**	23.279
TRANSACTIEKOSTEN	**41.194**	42.169
	61.471	65.448

5.3 Overige kosten

	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
KOSTEN ADMINISTRATIEVOERING EN CERTIFICAATHOUDERREGISTER	**44.299**	52.348
KOSTEN BEWAARDER	**17.280**	27.424
KOSTEN BROKER RESEARCH	**8.351**	35.410
ACCOUNTANTSKOSTEN	**17.002**	11.000
KOSTEN FISCAAL ADVIES	**26.451**	32.337
KOSTEN JURIDISCH ADVIES	**18.576**	17.275
OVERIGE ADVIESKOSTEN	**-**	14.924
KOSTEN OPSTELLEN (HALF)JAARVERSLAG	**7.436**	6.352
KOSTEN TOEZICHT AFM EN DNB	**15.433**	13.587
KOSTEN RAAD VAN COMMISARISSEN	**9.075**	9.075
KOSTEN AIFMD RAPPORTAGE	**1.166**	1.272
PUBLICATIEKOSTEN	**16.750**	17.338
VERZEKERINGSKOSTEN	**6.110**	6.111
OVERIGE KOSTEN	**5.973**	6.509
	193.902	250.962

5.4 Rentelasten

	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
RENTE LENING	**24.832**	13.337
RENTE REKENING-COURANT	**11.286**	20.412
	36.118	33.749

5.5 Bronbelasting

Hieronder zijn verantwoord bronbelastingen ingehouden op dividenden in Monolith Duitsland verminderd met terugontvangen bronbelastingen uit eerdere boekjaren.

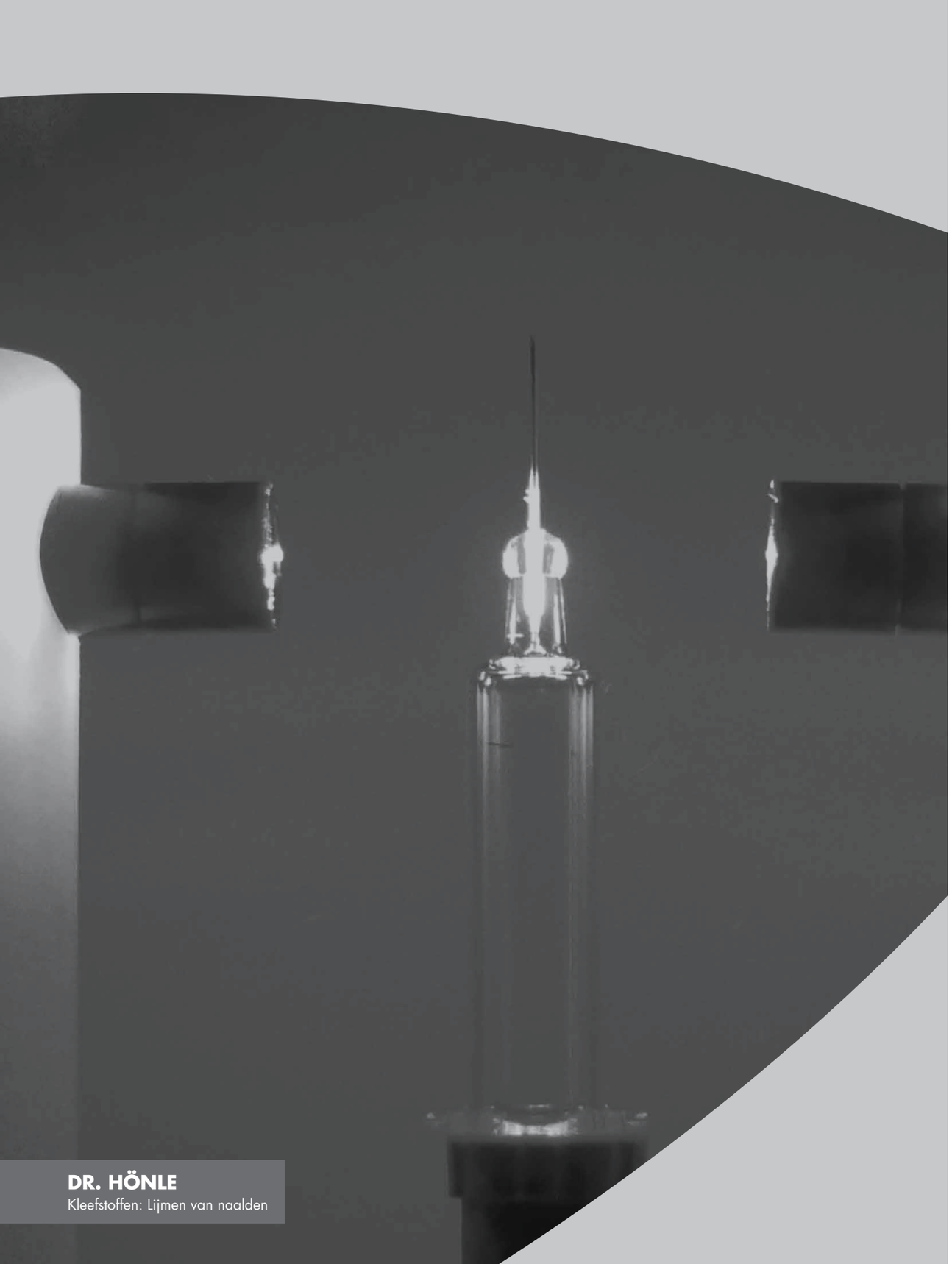
	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
BETAALDE BRONBELASTING	**86.143**	177.323
	86.143	177.323

5.6 Lopende kosten factor

De lopende kosten factor wordt als volgt berekend: totale kosten gedeeld door de gemiddelde Netto Vermogenswaarde van Monolith.

- Onder totale kosten worden begrepen de kosten die in de verslagperiode ten laste van het resultaat worden gebracht. De kosten verband houdend met het toe- en uittreden van deelnemers, voorzover deze gedekt worden uit de ontvangen op- en afslagen, alsmede de kosten in verband met de aan- en verkoop van investeringen, alsmede de interestlasten worden buiten beschouwing gelaten.
- De gemiddelde Netto Vermogenswaarde van Monolith wordt berekend als de som van de Netto Vermogenswaarden gedeeld door het aantal berekeningsmomenten van de Netto Vermogenswaarde gedurende het jaar. Voor Monolith zijn dit twaalf berekeningsmomenten.

De lopende kosten factor voor Monolith over de verslagperiode bedraagt: 1.80% (2018: 2,43%). Over de verslagperiode is geen prestatievergoeding ten laste van Monolith gebracht (2018: EUR 562.305). De lopende kosten factor exclusief prestatievergoeding bedraagt: 1,80% (2018: 1,81%). De lopende kosten factor ligt 0,05% boven de indicatieve lopende kosten factor (zoals vermeld in het Prospectus).



DR. HÖNLE
Kleefstoffen: Lijmen van naalden

MONOLITH LAST YEAR

DE JAARREKENING

BALANS PER 31 DECEMBER 2019 VOOR WINSTVERDELING

ACTIVA	TOELICHTING	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR
VLOTTENDE ACTIVA			
INVESTERINGEN			
- AANDELEN	4.2	**66.411.363**	35.019.761
- BELANGEN IN DEELNEMINGEN*	4.3	**-**	37.439.987
		66.411.363	72.459.748
VORDERINGEN			
- BELASTINGVORDERINGEN	6.1	**796.300**	649.415
- OVERIGE VORDERINGEN	6.2	**5.376**	13.731
		801.676	663.146
LIQUIDE MIDDELEN			
- LIQUIDE MIDDELEN		**1.463.546**	199.987
		68.676.585	73.322.881

* *Belangen in deelnemingen tegen reële waarde met waardeveranderingen in de winst- en verliesrekening*

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten

PASSIVA	TOELICHTING	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR
EIGEN VERMOGEN			
AANDELENKAPITAAL		**109.288**	131.464
AGIORESERVE		**42.820.408**	55.917.363
OVERIGE RESERVE		**14.888.896**	44.349.095
ONVERDEELD RESULTAAT		**10.613.220**	-29.460.199
	5.1	**68.431.812**	70.937.723
LANGLOPENDE SCHULDEN			
LATENTE BELASTINGEN	7.1	**53.384**	35.218
KORTLOPENDE SCHULDEN (TEN HOOGSTE ÉÉN JAAR)			
LENINGEN O/G	8.2	**-**	2.000.000
OVERIGE SCHULDEN EN OVERLOPENDE PASSIVA	8.3	**191.389**	349.940
		191.389	2.349.940
		68.676.585	73.322.881
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT		**125,23**	107,92
CERTIFICATEN GEPLAATST BIJ DERDEN		**546.439**	657.320

OVERZICHT VAN TOTAALRESULTAAT & WINST- EN VERLIESREKENING

	TOELICHTING	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN			
DIVIDEND	9.1	**1.999.119**	1.460.125
RENTEBATEN	9.2	**35.586**	17.505
OVERIGE BATEN	9.3	**159.092**	89.355
		2.193.797	1.566.985
WAARDEVERANDERINGEN INVESTERINGEN			
GEREALISEERDE WINSTEN	4.2	**4.385.507**	1.185.792
GEREALISEERDE VERLIEZEN	4.2 + 4.3	**-8.854.229**	-5.823
ONGEREALISEERDE WINSTEN	4.2	**28.883.314**	191.205
ONGEREALISEERDE VERLIEZEN	4.2	**-23.008.378**	-21.300.944
ONGEREALISEERD RESULTAAT UIT BELANGEN IN DEELNEMINGEN*	4.3	**8.447.049**	-10.254.082
		9.853.263	-30.183.852
SOM DER BEDRIJFSOPBRENGSTEN		**12.047.060**	-28.616.867
KOSTEN			
MANAGEMENTKOSTEN	10.1	**1.050.158**	1.210.891
BANKKOSTEN	10.2	**59.830**	33.432
OVERIGE KOSTEN	10.3	**184.801**	153.733
		1.294.789	1.398.056
OPERATIONEEL RESULTAAT		**10.752.271**	-30.014.923
RENTELASTEN	10.4	**34.741**	25.264
BRONBELASTING		**86.143**	-
RESULTAAT VOOR BELASTINGEN		**10.631.387**	-30.040.187
BELASTINGEN		**18.167**	-579.988
RESULTAAT NA BELASTINGEN		**10.613.220**	-29.460.199
OVERIGE DIRECTE VERMOGENSMUTATIES		**-**	-
TOTAAL RESULTAAT BOEKJAAR		**10.613.220**	-29.460.199
NETTO RESULTAAT PER CERTIFICAAT		**19,42**	-44,82

* *Ongerealiseerd resultaat uit belangen in deelnemingen tegen reële waarde met waardeveranderingen in de winst- en verliesrekening.*

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten

EIGEN VERMOGEN

TOELICHTING	AANTAL AANDELEN	NOMINALE WAARDE EUR	AANDELEN KAPITAAL EUR	AGIO-RESERVE EUR	OVERIGE RESERVE EUR	RESULTAAT BOEKJAAR EUR	TOTAAL EUR
PER 1 JANUARI 2018	**599.201**	**0,20**	**119.840**	**47.259.986**	**26.955.058**	**17.394.037**	**91.728.921**
RESULTAAT BOEKJAAR	-	-	-	-	-	-29.460.199	-29.460.199
RESULTAATBESTEMMING VOORGAAND BOEKJAAR	-	-	-	-	17.394.037	-17.394.037	-
GEPLAATST AANDELENKAPITAAL	81.416	0,20	16.283	12.146.108	-	-	12.162.391
INGEKOCHT AANDELENKAPITAAL	-23.297	0,20	-4.659	-3.488.731	-	-	-3.493.390
PER 31 DECEMBER 2018	**657.320**	**0,20**	**131.464**	**55.917.363**	**44.349.095**	**-29.460.199**	**70.937.723**
RESULTAAT BOEKJAAR	-	-	-	-	-	10.613.220	10.613.220
RESULTAATBESTEMMING VOORGAAND BOEKJAAR	-	-	-	-	-29.460.199	29.460.199	-
GEPLAATST AANDELENKAPITAAL	18.750	0,20	3.750	2.129.789	-	-	2.133.539
INGEKOCHT AANDELENKAPITAAL	-129.631	0,20	-25.926	-15.226.744	-	-	-15.252.670
PER 31 DECEMBER 2019	**546.439**	**0,20**	**109.288**	**42.820.408**	**14.888.896**	**10.613.220**	**68.431.812**

* *Per 2 februari 2019 is Monolith Duitsland volledig gefuseerd met Monolith N.V.*

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten.



SOLAR
Het Fastbox-systeem levert binnen één uur

KASSTROOMOVERZICHT

	TOELICHTING	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
RESULTAAT VOOR BELASTINGEN		**10.631.387**	-30.040.187
AANPASSINGEN VOOR:			
- WAARDEVERANDERINGEN		**-9.853.263**	30.183.852
- VERANDERINGEN IN WERKKAPITAAL			
VORDERINGEN EN OVERIGE ACTIVA		**-138.530**	-32.370
KORTLOPENDE SCHULDEN EN OVERLOPENDE PASSIVA		**66.449**	12.040
- BETAALDE BELASTING		**-**	-8.055
- ONTVANGEN INTEREST		**-35.587**	-17.505
- ONTVANGEN DIVIDEND		**-1.999.119**	-1.460.125
- BETAALDE INTEREST		**-34.741**	-25.264
KASSTROOM UIT BEDRIJFSOPERATIES		**-11.994.791**	28.652.573
ONTVANGEN INTEREST		**35.586**	17.505
ONTVANGEN DIVIDEND		**1.999.119**	1.460.125
BETAALDE INTEREST		**34.741**	25.264
		2.069.446	1.502.894
KASSTROOM UIT OPERATIONELE ACTIVITEITEN		**706.042**	115.280
AANKOPEN	4.2	**-2.139.019**	-12.655.170
VERKOPEN	4.2 + 4.3	**21.136.446**	2.949.561
FUSIE MONOLITH DUITSLAND B.V.	4.2 + 4.3	**-3.095.779**	-
KASSTROOM UIT INVESTERINGSACTIVITEITEN		**15.901.648**	-9.705.609
ONTVANGEN BIJ PLAATSTING CERTIFICATEN		**1.908.539**	12.237.194
BETAALD BIJ INKOOP CERTIFICATEN		**-15.252.670**	-3.493.390
AFLOSSING LENING O/G	8.2	**-2.000.000**	-
KASSTROOM UIT FINANCIERINGSACTIVITEITEN		**-15.344.131**	8.743.804
NETTO KASSTROOM		**1.263.559**	-846.525
GELDMIDDELEN BEGIN VERSLAGPERIODE		**199.987**	-953.488
GELDMIDDELEN ULTIMO VERSLAGPERIODE		**1.463.546**	-1.800.013
LIQUIDE MIDDELEN		**1.463.546**	199.987
LENINGEN O/G		**-**	-2.000.000
GELDMIDDELEN ULTIMO VERSLAGPERIODE		**1.463.546**	-1.800.013

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten

TOELICHTING

1. ALGEMEEN

De verslagperiode van Monolith N.V. is gelijk aan een kalenderjaar. Monolith N.V. is opgericht per 1 september 2010, als voortzetting van het in 2006 gestarte Monolith Fund, is haar activiteiten gestart per 1 november 2010 en is statutair gevestigd te Amsterdam.

Monolith Investment Management B.V. alsmede de directie daarvan worden aangemerkt als verbonden partijen als bedoeld in IAS 24 en als gelieerde partijen zoals bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht en artikel 124 lid 1 sub a en sub c van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen. Monolith maakt geen gebruik van diensten van gelieerde partijen zoals bedoeld in artikel 123 lid 1 sub o van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen. De vergoeding voortvloeiend uit het gevoerde management die aan de directie wordt uitgekeerd, wordt verantwoord in paragraaf 10.1.

Monolith N.V. classificeert als “investment entity” onder IFRS 10. In overeenstemming met deze verslaggevingsstandaard heeft Monolith haar belang in Monolith Duitsland niet (proportioneel) geconsolideerd opgenomen en verantwoord als “belangen in deelnemingen tegen reële waarde met waardeveranderingen in de winst- en verliesrekening”.

Monolith en Monolith Duitsland zijn per 2 februari 2019 (met waarderingsdatum 31 januari 2019) gefuseerd, met Monolith Duitsland als verdwijnende vennootschap en Monolith als verkrijgende vennootschap. Vanaf 2 februari 2019 vormen de activa en passiva van Monolith Duitsland derhalve integraal onderdeel van de activa en passiva van Monolith, hetgeen overeenkomstig in de balans en winst- en verliesrekening van Monolith is verwerkt. Als gevolg van de fusie zijn de investeringen met EUR 42.288.293 toegenomen (zie toelichting 4.2), de overige activa en passiva hadden een impact van EUR -3.095.779. De deelneming in Monolith Duitsland is volledig afgewikkeld (zie toelichting 4.3). Het resultaat van Monolith Duitsland in de maand januari 2019 ter hoogte van (EUR 1.752.527), voorafgaand aan de fusie, is verwerkt als deelnemingsresultaat (zie toelichting 4.3) in de winst- en verliesrekening.

2. WAARDERINGSGRONDSLAGEN

2.1 Grondslagen opstellen jaarrekening
Vanaf het boekjaar 2013 stelt Monolith haar jaarrekening op volgens de door de Europese Unie goedgekeurde International Financial Reporting Standards (IFRS) als goedgekeurd bij de International Accounting Standard Board (IASB) en in overeenstemming met de Wft en in overeenstemming met Titel 9 BW 2. Monolith past dezelfde IFRS standaarden toe zoals uiteengezet in de jaarrekening over de periode eindigend op 31 december 2019. Derhalve zijn tevens de bepalingen van de Wet op het financieel toezicht (Wft) in de jaarrekening opgenomen, voor zover deze op Monolith van toepassing zijn.

2.1 Nieuwe of gewijzigde IFRS standaarden en interpretaties welke relevant zijn voor het fonds maar nog niet effectief zijn
Wijzigingen in IAS 1 en IAS 8 Definitie van materieel belang - De wijzigingen zijn bedoeld om de definitie van materieel in IAS 1 begrijpelijker te maken en zijn niet bedoeld om het onderliggende concept van materialiteit in IFRS-normen te wijzigen. Het concept van het ‘verduisteren’ van materiële informatie met immateriële informatie is opgenomen als onderdeel van de nieuwe definitie. De drempel voor materialiteit die gebruikers kan beïnvloeden is gewijzigd van ‘zou kunnen beïnvloeden’ in ‘redelijkerwijs te verwachten invloed’.

De definitie van het materiaal in IAS 8 is vervangen door een verwijzing naar de definitie van materiaal in IAS 1. Daarnaast heeft de IASB andere standaarden en het conceptuele kader gewijzigd die een definitie van materiaal bevatten of verwijzen naar de term ‘materieel’ om consistentie te waarborgen. De wijzigingen worden prospectief toegepast voor jaarperioden die op of na 1 januari 2020 aanvangen, waarbij eerdere toepassing is toegestaan.

Het Fonds verwacht niet dat de goedkeuring van de hierboven genoemde wijzigingen in toekomstige perioden een materiële impact op de jaarrekening van het Fonds zal hebben.

2.2 Functionele- en presentatievaluta
De functionele en presentatie valuta van Monolith zijn gelijk, namelijk de euro. Dit vanwege het feit dat de liquiditeiten en managementrapportages gebaseerd zijn op de euro. Het management is van mening dat de euro als valuta de economische activiteiten het beste representeert. Activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omgerekend naar euro tegen de wisselkoers van de laatste handelsdag van de verslagperiode als gepubliceerd door Bloomberg.

2.3 Invloed van veronderstellingen en schattingen
Het opmaken van het jaarverslag van Monolith vereist dat het management beoordelingen, schattingen en veronderstellingen doet die van invloed zijn op de waardering van de posten in de jaarrekening. Inherent hieraan is dat sprake is van schattingsonzekerheden die kunnen leiden tot materiële aanpassingen in de waardering van activa of verplichtingen in de toekomst.

2.3.1 Waardering tegen reële waarden
De investeringen die Monolith per balansdatum in portefeuille heeft betreffen, met uitzondering van de deelneming in Monolith Duitsland, beursgenoteerde effecten. Deze effecten worden gewaardeerd tegen reële waarde op basis van de slotkoersen van de laatste handelsdag van de verslagperiode, uitgaande van voldoende liquide markten waarop de investeringen van Monolith verhandeld worden (level 1 waardering).

De deelneming in Monolith Duitsland werd gewaardeerd tegen de laatst bekende intrinsieke waarde. De intrinsieke waarde van Monolith Duitsland werd bepaald door het totaal van de activa verminderd met de verplichtingen te delen door het aantal uitstaande participaties. Sprake is van een level 2 waardering van dit belang, gebaseerd op level 1 waardering van de activa in Monolith Duitsland Per 2 februari 2019 is Monolith Duitsland B.V. gefuseerd met Monolith N.V.

IFRS 13.72 t/m 13.90 beschrijft de hiërarchie voor actuele waardebepaling. IFRS onderscheidt hierbij drie verschillende niveaus ('levels') van waardering:
- Level 1: de actuele waarde wordt gebaseerd op marktnoteringen in een liquide markt voor desbetreffende investeringen (aandelen);
- Level 2: de actuele waarde wordt afgeleid van een marktnotering op een niet liquide markt voor de desbetreffende investeringen of van een andere marktnotering op een liquide markt, welke als vergelijkbaar kan worden beschouwd ten aanzien van de te waarderen investeringen;
- Level 3: de actuele waarde wordt berekend op basis van waarderingsmodellen en aannames omdat een marktnotering of een afgeleide marktnotering niet beschikbaar is.

Marktomstandigheden kunnen aanleiding geven tot het toepassen van level 2 of level 3 waarderingsmethodieken. Gedurende de verslagperiode heeft Monolith naast Monolith Duitsland geen level 2 en 3 instrumenten in portfolio gehad. De gerealiseerde waardeveranderingen worden bepaald door op de verkoopopbrengst de gemiddelde kostprijs in mindering te brengen inclusief koersresultaten en exclusief dividendontvangsten. De ongerealiseerde waardeveranderingen worden bepaald door op de balanswaarde ultimo verslagperiode de gemiddelde kostprijs gedurende de verslagperiode dan wel de balanswaarde aan het begin van de verslagperiode in mindering te brengen.

De kortlopende vorderingen en schulden worden gewaardeerd op nominale waarde. Gezien het kortlopende karakter van deze posten en het feit dat op balansdatum geen sprake is van oninbaarheid zal de reële waarde niet (materieel) afwijken.

2.4 Going concern
De jaarrekening van Monolith is opgesteld onder de going concern veronderstelling, aangezien het management geen indicaties heeft dat de activiteiten in de nabije toekomst niet gecontinueerd kunnen worden.

2.5 Samenvatting van de belangrijkste waarderingsgrondslagen

Classificatie
De classificatie onder IFRS 9 is gebaseerd op het business model van de entiteit en de karakteristieken van de contractuele kasstomen van de financiële instrumenten welke middels de SPPI test wordt beoordeeld. IFRS 9 maakt hierin onderscheid tussen drie verschillende categorieën:
- Financiële instrumenten aanhouden om de contractuele kasstromen te innen
- Financiële instrumenten aanhouden om de contractuele kasstromen te innen en te verkopen
- Overige strategieën

Het business model van Monolith valt onder overige strategieën houdt geen financiële instrumenten aan om uitsluitend betalingen van de hoofdsom en rente te innen. De financiële activa van Monolith wordt in overeenstemming met IFRS 9 als volgt geclassificeerd:

- **Financiële activa tegen reële waarde met waardeveranderingen in de winst- en verliesrekening vanaf initiële waardering:**
  Dit is van toepassing op de investeringen van Monolith. De investeringen worden gewaardeerd tegen reële waarde met waardeveranderingen in de winst- en verliesrekening, in overeenstemming met de riskmanagement- en investeringsstrategie van Monolith, zoals vastgelegd is in het prospectus. Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar 2.3.1.
- **Financiële activa tegen geamortiseerde kostprijs/ nominale waarde:**
  De waarde van liquide middelen, deposito's, geldmarktinstrumenten, uitstaande vorderingen, vooruitbetaalde kosten, betaalbaar gestelde dividenden, betaalbaar gestelde rentebetalingen of nog niet ontvangen opgelopen rente zullen worden gewaardeerd tegen de nominale waarde (vanwege het kortlopend karakter is deze gelijk aan de geamortiseerde kostprijs), rekening houdend met eventuele opgelopen rente en rekening houdend met eventueel noodzakelijk geachte voorzieningen voor oninbaarheid. Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar 2.3.1.

Activering investeringen
Aankopen en verkopen van investeringen zijn verantwoord tegen de koers van de datum waarop Monolith zich verbindt tot het kopen of verkopen van de investering. Transactiekosten worden verantwoord op het moment dat deze kosten zich voordoen. De kostprijs wordt niet vermeerderd met de transactiekosten, maar de transactiekosten worden direct in de resultatenrekening opgenomen.
Investeringen worden gedeactiveerd op het moment dat de verkooptransactie heeft plaatsgevonden en alle rechten en verplichtingen zijn overgedragen.
In de resultatenrekening worden de in het boekjaar gerealiseerde waardeveranderingen, ongerealiseerde waardeveranderingen en ontvangen dividenden separaat weergegeven. Indien sprake is van afwaardering van vorderingen, dan wordt dit eveneens separaat weergegeven. Dividenden worden verantwoord op het moment dat het betreffende aandeel ex-dividend gaat. De ongerealiseerde waardeveranderingen worden bepaald door op de balanswaarde ultimo verslagperiode de gemiddelde kostprijs gedurende de verslagperiode dan wel de balanswaarde aan het begin van de verslagperiode in mindering te brengen. Er is sprake van gerealiseerde waardeveranderingen op het moment dat effecten verkocht worden.

Waardering tegen de reële waarden
Verwezen wordt naar toelichting 2.3.1.

Salderen financiële instrumenten
Is niet van toepassing voor Monolith.

Identificatie en vaststellen van een impairment
De investeringen worden gewaardeerd tegen reële waarde, zoals toegelicht in 2.3.1. Door deze waarderingsmethodiek behoeft geen afzonderlijke impairment plaats te vinden, de koers van de laatste transactie(datum) wordt verondersteld rekening te houden met alle toekomstige verwachtingen ten aanzien van de investering.

Op activa die gewaardeerd zijn tegen geamortiseerde kostprijs zijn impairment verliezen bepaald als het verschil tussen de waarde van de activa op balansdatum en de verwachte toekomstige realiseerbare kasstromen. Indien een gebeurtenis vereist dat er een impairment dient te worden toegepast, wordt deze impairment als kosten in de resultatenrekening verantwoord.

Resultaatbepaling
Het resultaat wordt bepaald door gerealiseerde en niet-gerealiseerde koersresultaten die betrekking hebben op investeringen, evenals de opbrengsten van het in de afgelopen verslagperiode ontvangen contant dividend en de rente over die periode, te verminderen met de aan die periode toe te rekenen kosten en belastingen. Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben.
- Voor een nadere toelichting op de verantwoording van gerealiseerde en niet-gerealiseerde koersresultaten wordt verwezen naar de toelichting bij 2.3.1.

- Vergoedingen, commissies en overige kosten: deze worden in de resultatenrekening verantwoord in de periode waarop de verplichting betrekking heeft.
- Vennootschapsbelasting: Monolith is een naamloze vennootschap hetgeen betekent dat Monolith vennootschapsbelastingplichtig is ten aanzien van de door Monolith behaalde winst. Voor de te betalen vennootschapsbelasting wordt een voorziening gevormd zonder rekening te houden met de te verrekenen Nederlandse dividendbelasting. Nederlandse dividendbelasting wordt als vordering opgenomen op de balans. Teveel ingehouden buitenlandse bronbelasting wordt eveneens als vordering op de balans opgenomen.

2.6 Kasstroomoverzicht

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode en geeft de kasstromen weer vanaf ultimo 2018 naar 31 december 2019 van Monolith, alsook de vergelijkbare periode 1 januari 2018 tot en met 31 december 2018. De geldmiddelen in het kasstroomoverzicht bestaan uit liquide middelen en de kredietfaciliteit. Onder kasstromen uit investeringsactiviteiten zijn de kasstromen voor beleggingen opgenomen. Interestontvangsten en –uitgaven die direct hierop betrekking hebben zijn toegerekend aan de operationele activiteiten. In de kasstromen uit financieringsactiviteiten zijn de kasstromen met beleggers opgenomen.

3. RISICOFACTOREN

3.1 Risico's van algemeen economische en politieke aard

Investeringen van Monolith zijn onderhevig aan risico's van algemeen economische aard zoals afname van economische activiteit, stijging van de rente, inflatie en stijging van grondstofprijzen. Ook kan de waarde van investeringen van Monolith worden beïnvloed door politieke ontwikkelingen en terroristische activiteiten. Monolith is bevoegd gebruik te maken van derivaten ter bescherming van ingenomen posities. Hiervan zal slechts gebruik worden gemaakt wanneer een specifieke positie daartoe aanleiding geeft of bij een zeer hoge (verwachte) volatiliteit van effectenbeurzen.

3.2 Koersrisico

Aan het investeren in Monolith zijn financiële risico's verbonden. Investeerders dienen zich te realiseren dat de beurskoers van de effecten waarin Monolith posities inneemt, kan fluctueren. In het verleden hebben effectenmarkten op veel momenten gunstige rendementen gegenereerd. Dit biedt echter geen indicatie dan wel garantie voor de toekomst. Door koersschommelingen is ook de Netto Vermogenswaarde aan fluctuaties onderhevig, wat kan betekenen dat Certificaathouders niet hun volledige inleg terug zullen ontvangen bij beëindiging van hun deelname in Monolith.

Een totaalbedrag van EUR 66.411.363 (2018: EUR 35.019.761) is geïnvesteerd in effecten, een totaalbedrag van EUR 0 (2018: EUR 37.439.987) wordt geïnvesteerd in de deelneming Monolith Duitsland. Deze zijn tegen reële waarde in de balans opgenomen en de mutaties daarin worden tegen reële waarde via de winst-en-verliesrekening verantwoord. Als de marktprijzen op 31 december zouden zijn veranderd met 5% en alle andere variabelen constant worden gehouden, zou dit hebben geleid tot een stijging / daling van de Netto Vermogenswaarde van EUR 3.320.568 (2018: EUR 3.622.987). Dit kan integraal worden door vertaald naar impact op vermogen en resultaat, aangezien alle waarde mutaties via de resultatenrekening worden verwerkt. Ter mitigatie van dit risico heeft Monolith een consequent en zorgvuldig uitgevoerde investeringsstrategie. Voorts zijn geen specifieke maatregelen getroffen ter mitigatie van dit risico voor investeerders in Monolith.

3.3 Afhankelijkheid van (personen in dienst van) MIM

Het investeringsbeleid van Monolith wordt uitgevoerd door (personen in dienst van) MIM. Naast de risico's specifiek betrekking hebbend op Monolith, zijn er risico's die specifiek betrekking hebben op MIM. Het betreft onder meer risico's ten aanzien van het onverhoopt wegvallen van belangrijke personen in dienst van MIM, risico's met betrekking tot de uitbesteding van (administratie)taken aan derden, aansprakelijkheidsrisico, reputatierisico en continuïteitrisico. Ter mitigatie van dit risico beschikt MIM over een breed team – inclusief de Raad van Advies – dat reeds jaren met elkaar samenwerkt.

3.4 Risico dat de rendementsdoelstelling niet wordt gehaald

Er bestaat geen garantie dat de nagestreefde rendementsdoelstelling wordt bereikt. Er kan geen garantie worden gegeven dat analyses van Monolith, waaronder die van verwachte ontwikkelingen, op korte of langere termijn juist zijn. Anders dan een consequent en zorgvuldig uitgevoerde investeringsstrategie, heeft Monolith geen specifieke maatregelen getroffen ter mitigatie van dit risico voor investeerders in Monolith.

3.5 Compliance-risico

Monolith zal regelmatig in gesprek zijn met de leiding van de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd. Ondanks een streng intern compliance-regime bestaat het risico dat wordt geoordeeld dat Monolith in strijd handelt met het bepaalde in de Wet marktmisbruik of andere regelgeving, hetgeen zou kunnen leiden tot maatregelen tegen Monolith en/of MIM. Het strenge compliance-regime van MIM beschikt ter mitigatie van dit risico over procedures die specifiek zijn geschreven voor het investeringsbeleid van Monolith. Hierin is beschreven hoe medewerkers van MIM dienen om te gaan met mogelijke koersgevoelige informatie. Tevens is voorzien in een compliance commissie en geldt – zodra is vastgesteld dat MIM beschikt over koersgevoelige informatie – onverkort een verbod tot transacties in effecten met betrekking tot de onderneming waarover koersgevoelige informatie bestaat. Daarenboven geldt een verbod voor medewerkers tot het doen van privé-effectentransacties in ondernemingen die vallen binnen het universum van Monolith.

3.6 Bewaarnemersrisico

Het risico van verlies van in bewaring gegeven activa als gevolg van insolvabiliteit, nalatigheid of frauduleuze handelingen van een bewaarnemer of onderbewaarnemer. Monolith zal slechts werken met gerenommeerde instellingen waar sprake is van vermogensscheiding tussen het vermogen van de instelling en de effecten die via deze instelling worden aangehouden. Monolith heeft Kasbank N.V. als depotbank. Deze heeft een 'credit rating' van Fitch van A- (2018 A-). Monolith controleert de kredietwaardigheid van Kasbank N.V. ieder kwartaal aan de hand van deze rating.

3.7 Liquiditeitsrisico en kapitaalmanagement

Het liquiditeitsrisico is het risico dat Monolith moeite heeft om aan de financiële verplichtingen tegemoet te komen. Monolith kan periodiek worden blootgesteld aan onttrekkingen ten gevolge van inkoop van Certificaten. Certificaten worden ingekocht op aanvraag van de houder op basis van de intrinsieke waarde per Certificaat op het moment van de uittreding. Monolith zal vooral posities nemen in 'smallcap'-ondernemingen. Het handelsvolume van de aandelen in dergelijke ondernemingen is veelal gering, terwijl het belang van Monolith in dergelijke ondernemingen relatief groot is. Hierdoor zal het niet altijd mogelijk zijn om belangen in korte tijd op een verantwoorde manier op of af te bouwen. Ter mitigatie van het liquiditeitsrisico is de fondsstructuur van Monolith zodanig ontworpen dat de relatief beperkte liquiditeit van de investeringen van Monolith wordt ondervangen. De structuur voorziet erin dat de liquiditeit die geboden wordt aan Certificaathouders in overeenstemming is met de liquiditeit van de investeringen van Monolith. Een verzoek tot inkoop dient Monolith 60 dagen voor een Transactiedag te bereiken om voor inkoop op de betreffende Transactiedag in aanmerking te komen, De liquiditeit van de portefeuille van Monolith is hiermee doorgaans in overeenstemming. Voorts beschikt Monolith – mede om het liquiditeitsrisico verder te beperken – over een kredietfaciliteit welke voorziet in een vooraf afgesproken minimum aan liquiditeiten. Ten slotte kan Monolith onder bepaalde voorwaarden gebruik maken van mogelijkheden tot beperking van het aantal in te kopen Certificaten.

De directie van Monolith is ervan overtuigd dat zij voldoende middelen heeft om de huidige en toekomstige behoeften van de bedrijfsactiviteiten te kunnen voldoen. Het beleid is erop gericht om voldoende liquiditeit aan te houden om ook in de toekomst de verplichtingen te kunnen blijven voldoen. Het overgrote deel van de passiva heeft een contractuele looptijd van minder dan dertig dagen.

De volgende overzichten geven inzicht in de contractuele liquiditeitsrechten- en verplichtingen van Monolith voor toekomstige perioden:

ACTIVA 31/12/2019	TOTAAL BOEKWAARDE	TOTAAL CONTRACTUELE KASSTROMEN	<1 MAAND	1-12 MAAND	1-5 JAAR
INVESTERINGEN	66.411.363	66.411.363	46.829.912	19.581.451	-
VORDERINGEN	801.676	801.676	-	-	801.676
LIQUIDE MIDDELEN	1.463.546	1.463.546	1.463.546	-	-
	68.676.585	68.676.585	48.293.458	19.581.451	801.676

PASSIVA 31/12/2019	TOTAAL BOEKWAARDE	TOTAAL CONTRACTUELE KASSTROMEN	<1 MAAND	1-12 MAAND	1-5 JAAR
EIGEN VERMOGEN	68.431.812	68.431.812	-	68.431.812	-
LATENTE BELASTINGEN	53.384	53.384	-	-	53.384
NOG TE BETALEN MANAGEMENT-VERGOEDING	85.714	85.714	85.714	-	-
OVERIGE NOG TE BETALEN KOSTEN	105.675	105.675	-	105.675	-
	68.676.585	68.676.585	85.714	68.537.487	53.384
TOTAAL LIQUIDITY SENSITIVITY GAP	-	-	48.207.744	-48.956.036	748.292

ACTIVA 31/12/2018	TOTAAL BOEKWAARDE	TOTAAL CONTRACTUELE KASSTROMEN	<1 MAAND	1-12 MAAND	1-5 JAAR
INVESTERINGEN	72.459.748	72.459.748	54.519.630	17.940.118	-
VORDERINGEN	663.146	663.146	663.146	-	-
LIQUIDE MIDDELEN	199.987	199.987	199.987	-	-
	73.322.881	73.322.881	55.382.763	17.940.118	-

PASSIVA 31/12/2018	TOTAAL BOEKWAARDE	TOTAAL CONTRACTUELE KASSTROMEN	<1 MAAND	1-12 MAAND	1-5 JAAR
EIGEN VERMOGEN	70.937.723	70.937.723	-	70.937.723	-
LATENTE BELASTINGEN	35.218	35.218	-	-	35.218
VOORUITBETAALDE INSCHRIJVINGEN	225.000	225.000	225.000	-	-
LENINGEN O/G	2.000.000	2.000.000	-	2.000.000	-
NOG TE BETALEN MANAGEMENT-VERGOEDING	41.969	41.969	41.969	-	-
OVERIGE NOG TE BETALEN KOSTEN	82.971	82.971	-	82.971	-
	73.322.881	73.322.881	266.969	73.020.694	35.218
TOTAAL LIQUIDITY SENSITIVITY GAP	-	-	55.115.794	-55.080.576	-35.218

3.8 Concentratierisico

Omdat er slechts geïnvesteerd zal worden in een beperkt aantal ondernemingen kan dit leiden tot sterkere schommelingen in de Netto Vermogenswaarde van Monolith dan wanneer er meer spreiding plaats zou vinden. Dit risico wordt enigszins gemitigeerd door de investeringsrestrictie waaruit voortvloeit dat vanaf het moment dat het belang in één onderneming meer dan 33,3% van de Netto Vermogenswaarde bedraagt, het belang in die onderneming niet verder mag worden vergroot. Voorts mag het belang in één onderneming op grond van de investeringsrestricties maximaal 25% van het aandelenkapitaal van die onderneming bedragen.

3.9 Risico van beperkte inkoopmogelijkheid

Certificaten kunnen in beginsel alleen worden overgedragen aan Monolith. Uitzonderingen worden beschreven in paragraaf 12 van het Prospectus. Monolith is in beginsel slechts een keer per maand, op een (Additionele) Transactiedag, gehouden om Certificaten in te kopen, waarbij geldt dat MIM onder bepaalde omstandigheden gerechtigd is inkoop op te schorten of inkoopverzoeken slechts gedeeltelijk te honoreren. Dit risico is onlosmakelijk verbonden met de structuur en de investeringsstrategie van Monolith en hieromtrent zijn – mede vanwege de mitigatie van het liquiditeitsrisico – geen beheersingsmaatregelen getroffen.

3.10 Hefboomeffect

Monolith kan investeren met geleend geld ('leverage') tot maximaal 25% van de Netto Vermogenswaarde van Monolith. Bij Netto Vermogenswaarden van respectievelijk € 50 mln., € 75 mln. en € 100 mln. bedraagt de maximale financieringsruimte derhalve respectievelijk € 12,5 mln., € 18,75 mln. en € 25 mln. Daardoor kunnen grotere winsten maar ook grotere verliezen ontstaan (het zogenaamde 'hefboomeffect'). Daarnaast ontstaan er rentelasten. Tot zekerheid voor de terugbetaling van financieringen zijn de door Monolith gehouden effecten verpand. Overigens beperkt het totale risico van de Certificaathouder zich tot zijn inleg. Monolith maakt doorgaans in slechts geringe mate gebruik van de mogelijkheid van investeren met geleend geld om de risico's dienaangaande beperkt te houden.

3.11 Risico van het niet realiseren van de 'verborgen waarde'

Monolith investeert in ondernemingen met een 'verborgen waarde', met als doel deze waarde binnen afzienbare termijn te realiseren. Er kan geen garantie worden gegeven dat Monolith erin zal slagen haar investeringen op een juiste waardering te verkopen en dat bij verkoop het gewenste rendement wordt gerealiseerd. Er zijn situaties denkbaar waarin de onderwaardering structureel zal blijken te zijn. Als de waardeontwikkeling van een investering door Monolith verkeerd wordt ingeschat, kan dit leiden tot verlies voor Monolith (als de marktwaarde van een gekochte investering daalt). Anders dan een consequent en zorgvuldig uitgevoerde investeringsstrategie, heeft Monolith geen specifieke maatregelen getroffen ter mitigatie van dit risico voor investeerders in Monolith.

3.12 Derivaten

Monolith zal gebruik kunnen maken van beursgenoteerde derivaten en niet-beursgenoteerde derivaten (zogenaamde OTC-derivaten, zoals opties en swaps), ter bescherming van ingenomen posities en vergroting van het rendement. Deze producten kunnen een hoge volatiliteit hebben, waardoor het gebruik een grote invloed kan hebben (zowel positief als negatief) op de waarde van Monolith. Daarnaast ontstaat er een hefboomeffect. Deze risico's worden zoveel mogelijk beperkt door inachtneming van de in paragraaf 2 van het prospectus beschreven investeringsbeperkingen ten aanzien van derivaten. Tenslotte brengen OTC-derivaten het risico met zich mee dat de tegenpartij de voorwaarden van de overeenkomst niet nakomt. Om dit tegenpartijrisico te mitigeren, zullen OTC-contracten alleen worden gesloten met gerenommeerde tegenpartijen, waarbij ten behoeve van de dekking van de marktwaarde van het contract een onderpand ('collateral') zal worden verlangd. Monolith heeft tot op heden geen gebruik gemaakt van derivaten.

3.13 Risico uitlenen effecten

Ter zake van de uitleen van de in de effectenportefeuille voorkomende aandelen bestaat er het risico dat de inlener van de aandelen zijn verplichtingen tot (tijdige) teruglevering van de aandelen niet nakomt. Er kan dan schade ontstaan. Dit risico wordt zoveel mogelijk ondervangen door alleen met gerenommeerde partijen transacties aan te gaan en voldoende zekerheden te bedingen. Monolith heeft tot op heden geen gebruik gemaakt van de mogelijkheid om effecten uit te lenen.

3.14 Valutarisico's

Blootstelling aan valutarisico's ontstaan vooral met betrekking tot beleggingen in buitenlandse effecten en liquide middelen.

Monolith dekt valutaposities in beginsel niet af. Investeringen anders dan in euro kunnen hierdoor fluctuaties in de Netto Vermogenswaarde van Monolith, zowel positief als negatief, veroorzaken. Per 31 december 2019 heeft Monolith een investering in Deense Kronen ter hoogte van 10,81% (2018: 9,24% in Deense Kronen) van de Netto Vermogenswaarde. Hierdoor is Monolith blootgesteld aan een valutarisico.
Een totaalbedrag van EUR 7.399.002 (2018: EUR 6.551.548) is geïnvesteerd in vreemde valuta. Deze zijn tegen reële waarde in de balans opgenomen en de mutaties daarin worden tegen reële waarde via de winst- en verliesrekening verantwoord. Als de koers van de euro op 31 december 2019 zou zijn veranderd met 5% en alle andere variabelen constant worden gehouden, zou dit hebben geleid tot een stijging / daling van de Netto Vermogenswaarde van EUR 369.950 (2018: EUR 327.577). Dit kan integraal worden vertaald naar impact op vermogen en resultaat, aangezien alle waarde mutaties via de resultatenrekening worden verwerkt.

	VOOR VALUTA AFDEKKING EUR	VALUTA AFDEKKING EUR	NA VALUTA AFDEKKING EUR	PERCENTAGE VAN NAV
DEENSE KROON	7.399.002	-	7.399.002	10,81%
TOTAAL 2019	7.399.002	-	7.399.002	10,81%

	VOOR VALUTA AFDEKKING EUR	VALUTA AFDEKKING EUR	NA VALUTA AFDEKKING EUR	PERCENTAGE VAN NAV
DEENSE KROON	6.551.548	-	6.551.548	9,24%
TOTAAL 2018	6.551.548	-	6.551.548	9,24%

3.15 Tegenpartijrisico/Kredietrisico
Het risico bestaat dat een uitgevende instelling of tegenpartij in gebreke blijft bij de nakoming van haar verplichtingen jegens Monolith.

Per balansdatum heeft Monolith in totaal een bedrag van EUR 801.676 (2018: EUR 663.146) aan vorderingen uitstaan jegens derden, bestaande uit:

- Belastingvorderingen EUR 796.300 (2018: EUR 649.415). De Nederlandse overheid had tot 2013 een AAA-rating. De Nederlandse staat wenst echter niet meer te betalen voor de credit rating van Standard & Poor's, waardoor Standard & Poor's geen uitspraken meer doet over de kredietwaardigheid van de Nederlandse overheid;
- Overige vorderingen vanwege vooruitbetaling van diensten.

Op balansdatum is geen impairment van deze vorderingen noodzakelijk geacht.

3.16 Publiciteitsrisico
De mogelijkheid bestaat dat Monolith, en daardoor wellicht (indirect) ook de Certificaathouders, negatief in de publiciteit komt wanneer onenigheid ontstaat met het management van een onderneming waarin is geïnvesteerd of met een andere betrokken partij. Om het risico van negatieve publiciteit zoveel mogelijk te voorkomen, is Monolith terughoudend met commentaar richting de pers. Wanneer publiciteit niet is te vermijden of juist de doelen van Monolith dient, wordt veelal gebruik gemaakt van adviseurs ter begeleiding van contacten met de pers.

3.17 Risico van (fiscale) wetswijzigingen
Dit is het risico dat de fiscale behandeling van Monolith in negatieve zin wijzigt of dat wetgeving tot stand komt die een negatieve invloed heeft op Monolith en haar Certificaathouders. Monolith beschikt over adequate fiscaal en juridisch adviseurs om de mogelijke negatieve invloed van wijzigende wet- en regelgeving zoveel mogelijk te beperken.

3.18 Inflatierisico
Dit is het risico dat de koopkracht van de geïnvesteerde euro kan afnemen in geval van geldontwaarding.

3.19 Afwikkelingsrisico
Dit is het risico dat afwikkeling via een betalingssysteem niet plaatsvindt zoals verwacht, omdat de betaling of levering van de financiële instrumenten door een tegenpartij niet, niet tijdig of niet zoals verwacht, plaatsvindt. Monolith wikkelt effectentransacties af via KAS BANK N.V. en gaat uitsluitend transacties aan via gerenommeerde brokers.

3.20 Renterisico
Dit is het risico dat rentetarieven sterk oplopen gedurende een periode dat met geleend geld wordt geïnvesteerd.

4 INVESTERINGEN

4.1 Overzicht investeringen Monolith
Per 31 december 2019

NAAM	AANTAL	MARKTWAARDE EUR	PERCENTAGE*
DEELNEMINGEN**			
Berentzen	789.410	5.399.564	7,9%
Dr. Hönle	270.195	11.942.620	17,5%
Kendrion	652.912	13.678.506	20,0%
Masterflex	492.909	2.208.232	3,2%
Schaltbau	541.989	18.427.626	26,9%
TOTAAL DEELNEMINGEN		**51.656.548**	**75,5%**
OVERIGE INVESTERINGEN			
Amsterdam Commodities	330.935	6.866.901	10,0%
Solar	173.158	6.930.492	10,1%
Overige	-	957.422	1,4%
TOTAAL OVERIGE INVESTERINGEN		**14.754.815**	**21,5%**
TOTAAL INVESTERINGEN	**66.411.363**		**97,0%**
Uitkomst van vorderingen en overige activa min overige passiva	2.020.449		3,0%
TOTAAL NETTO VERMOGENSWAARDE	**68.431.812**		**100,0%**

* *Percentage Netto Vermogenswaarde. Met percentage Netto Vermogenswaarde wordt bedoeld de verhouding tussen de marktwaarde van de investering en de Netto Vermogenswaarde van Monolith.*
** *Groter dan 5% van het aandelenkapitaal van de betreffende onderneming, dan wel gebruikmakend van de zogenaamde aflopende deelnemingsvrijstelling*

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten

4.2 Mutatieoverzicht investeringen Monolith

	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR
STAND BEGIN BOEKJAAR	**35.019.761**	48.743.847
FUSIE MONOLITH DUITSLAND	**42.288.293**	-
AANKOPEN	**2.139.019**	9.155.245
VERKOPEN	**-21.136.446**	-2.949.561
GEREALISEERDE WINSTEN	**4.385.507**	1.185.792
GEREALISEERDE VERLIEZEN	**-2.159.707**	-5.823
ONGEREALISEERDE WINSTEN	**28.883.314**	191.205
ONGEREALISEERDE VERLIEZEN	**-23.008.378**	-21.300.944
STAND ULTIMO PERIODE	**66.411.363**	35.019.761
HISTORISCHE KOSTPRIJS*	**64.337.346**	38.820.058

* *Voor toelichting over de fusie verwijzen wij u naar pagina 70 “1. Algemeen”*
** *Deze kostprijs betreft de prijs waarvoor Monolith N.V. of Monolith Fund de aandelen hebben verworven.*

4.3 Mutatieoverzicht deelneming in Monolith Duitsland

	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR
STAND BEGIN BOEKJAAR	**37.439.987**	44.194.144
AANKOPEN	**-**	3.499.925
FUSIE MONOLITH DUITSLAND*	**-39.192.514**	-
GEREALISEERDE VERLIEZEN	**-6.694.522**	-
ONGEREALISEERDE WINSTEN	**8.447.049**	-
ONGEREALISEERDE VERLIEZEN	**-**	-10.254.082
STAND ULTIMO PERIODE	**-**	37.439.987
HISTORISCHE KOSTPRIJS**	**-**	45.887.036

* *Voor toelichting over de fusie verwijzen wij u naar pagina 70 “1. Algemeen”*
** *Deze kostprijs betreft de prijs waarvoor Monolith N.V. of Monolith Fund de deelneming heeft verworven.*

	AANTAL	MARKT-WAARDE	LAND	SECTOR	BEURS
Amsterdam Commodities	330.935	6.866.901	Nederland	Voeding / handel	Euronext Amsterdam
Berentzen	789.410	5.399.564	Duitsland	Dranken	XETRA
Dr. Hönle	270.195	11.942.620	Duitsland	Industrie	XETRA
Kendrion	652.912	13.678.506	Nederland	Industrie	Euronext Amsterdam
Masterflex	492.909	2.208.232	Duitsland	Technische handel	XETRA
Schaltbau	541.989	18.427.626	Duitsland	Kapitaalgoederen	XETRA
Solar	173.158	6.930.492	Denemarken	Industrie	Euronext Amsterdam
Overige		957.422			
TOTAAL AANDELEN		**66.411.363**			

5 EIGEN VERMOGEN

5.1 Intrinsieke waarde per Certificaat

Voor het verloopoverzicht van het eigen vermogen wordt verwezen naar bladzijde 97. Onderstaand is de intrinsieke waarde per Certificaat weergegeven.

NETTO VERMOGENSWAARDE OVERZICHT	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR
NETTO VERMOGENSWAARDE VOLGENS BALANS	**68.431.812**	70.937.723	91.728.921	71.921.729	75.655.242
AANTAL UITSTAANDE CERTIFICATEN	**546.439**	657.320	599.201	582.926	594.942
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT	**125,23**	107,92	153,09	123,38	127,16

6 VORDERINGEN

6.1 Belastingvorderingen

	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR
TE VORDEREN BRONBELASTING EFFECTEN	**242.588**	-
TE VORDEREN BRONBELASTING DEELNEMINGEN	**553.712**	649.415
	796.300	649.415

De te vorderen bronbelasting deelnemingen betreft terug te vorderen dividendbelasting van EUR 520.715 ingehouden op dividenden van Nederlandse deelnemingen in 2016, 2017, 2018 en 2019 (dividenden van Amsterdam Commodities, Batenburg Techniek en Kendrion) en een bedrag van EUR 32.997 te vorderen van de buitenlandse belastingdienst.

6.2 Overige vorderingen

	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR
OVERIGE VORDERINGEN	**5.376**	13.731

7 LANGLOPENDE SCHULDEN

7.1 Latente belastingen

Monolith is een naamloze vennootschap, hetgeen betekent dat Monolith vennootschapsbelastingplichtig is ten aanzien van de door Monolith behaalde winst. Het tarief bedraagt 19% voor de eerste € 200.000 belastbare winst en 25% voor het meerdere. Voor deelnemingen van 5% of meer in het nominaal gestorte aandelenkapitaal van vennootschappen die een onderneming drijven (dus andere dan fiscale beleggingsinstellingen) kan in het algemeen de deelnemingsvrijstelling worden ingeroepen. Indien het belang na (meer dan) één jaar onder de 5%-grens zakt, is de deelnemingsvrijstelling nog drie jaar van toepassing. Dit betekent dat geen belasting wordt geheven over van dergelijke deelnemingen ontvangen dividend, noch over het resultaat behaald bij vervreemding van de desbetreffende aandelen. In het buitenland ingehouden bronbelasting kan niet in aftrek worden gebracht indien de deelnemingsvrijstelling van toepassing is. De buitenlandse regels ten aanzien van vrijstelling van dividendbelasting sluiten overigens niet per se aan bij de Nederlandse deelnemingsvrijstelling. Hierdoor kan op buitenlandse deelnemingsdividenden bronbelasting verschuldigd zijn die niet kan worden teruggevraagd, verrekend of afgetrokken. Fiscale verliezen kunnen in beginsel worden verrekend met belastbare winsten van het voorafgaande jaar en de volgende negen jaren (vanaf 2019 nog maar zes jaar). Echter, deze verliesverrekeningsmogelijkheid kan onder andere worden beperkt indien het uiteindelijke aandeelhoudersbelang in Monolith in belangrijke mate (30% of meer) is gewijzigd ten opzichte van het oudste jaar waarvan nog geen gehele verrekening heeft plaatsgevonden. De aangiftes vennootschapsbelasting tot en met 2018 van Monolith zijn ingediend. De aanslagen vennootschapsbelasting tot en met 2015 van Monolith zijn conform de ingediende aangiften vennootschapsbelasting opgelegd. De belastingdienst heeft tot en met november 2020 de tijd om de aanslag vennootschapsbelasting 2016 op te leggen.
Het gerapporteerde fiscale (compensabele) verlies per 31 december 2019 bedraagt EUR 1.366.063. De uitgestelde winst bedraagt per 31 december 2019 EUR 168.742. Per 31 december 2019 is een compartimenteringsreserve opgenomen van EUR 1.458.858, waardoor het saldo EUR 261.537 positief is. Het fiscaal compensabel verlies en de tijdelijke verschillen inzake de waardering van effecten mogen conform IAS 12.71 gesaldeerd worden, aangezien deze onder dezelfde jurisdictie vallen en realisatie van het verschil tussen fiscale en commerciële waardering naar verwachting plaatsvindt binnen de vervaltermijn van de compensabele verliezen en gelijktijdig worden afgewikkeld.

	GEREALISEERD	NA VERREKENING
BELASTBAAR RESULTAAT 2010	**-258.342**	-
BELASTBAAR RESULTAAT 2011	**-5.122.321**	-
BELASTBAAR RESULTAAT 2012	**103.689**	-
BELASTBAAR RESULTAAT 2013	**-692.592**	-
BELASTBAAR RESULTAAT 2014	**4.134.916**	-
BELASTBAAR RESULTAAT 2015	**-2.146.431**	-
BELASTBAAR RESULTAAT 2016	**2.291.664**	-
BELASTBAAR RESULTAAT 2017	**1.299.236**	-
BELASTBAAR RESULTAAT 2018	**-1.710.418**	-2.100.599
BELASTBAAR RESULTAAT 2019	**734.536**	-1.366.063
	-1.366.063	-
UITGESTELDE WINST	**168.742**	-
COMPARTIMENTERINGSRESERVE	**1.458.858**	-
	261.537	-
BELASTBAAR RESULTAAT TEGEN 19%	**200.000**	-
BELASTBAAR RESULTAAT TEGEN 25%	**61.537**	-
PASSIEVE BELASTINGLATENTIE	**53.384**	-
BELASTINGLATENTIE	**53.384**	-

De belasting latentie wordt gevormd indien sprake is van een (positief) verschil tussen de commerciële en fiscale waardering van aandelen. Bedragen die voor voorwaartse verliescompensatie in aanmerking komen (verrekenbare verliezen) worden op dit verschil in mindering gebracht. Aangezien geen betrouwbare inschatting is te maken wanneer verliezen kunnen worden verrekend met positieve fiscale resultaten, wordt uitsluitend een belasting latentie opgenomen indien de verschillen tussen commerciële en fiscale waardering van effecten de compensabele verliezen overschrijden. De hoogte van de belasting latentie wordt berekend door het saldo te vermenigvuldigen met het tarief vennootschapsbelasting dat voor het verslagjaar van toepassing is. Per 31 december 2019 bedraagt het verschil tussen commerciële en fiscale waardering van effecten en de compartimenteringsreserve, na aftrek van de verrekenbare verliezen, EUR 261.537. Hierover is latent EUR 53.384 (2018: EUR 35.218) vennootschapsbelasting verschuldigd. Hiervoor is per 31 december 2019 een langlopende schuld voor latente belastingen opgenomen.

De compensabele verliezen zoals bovenstaand uiteengezet zijn verrekenbaar tot 9 jaar nadat ze zijn ontstaan (dus 2010 verrekenbaar tot 2019, 2011 tot 2020 enz.). Vanaf 2019 zijn verliezen nog slechts 6 jaar voorwaarts verrekenbaar. De belastinglast (EUR 18.167) heeft betrekking op de mutatie in de belastinglatentie. Als gevolg van de verliescompensatie is het belastbaar resultaat nihil. Op 2 februari 2019 heeft Monolith N.V. alle aandelen in het kapitaal van Monolith Duitsland B.V. verkregen en heeft Monolith N.V. als gevolg van een juridische fusie alle bezittingen en schulden van Monolith Duitsland B.V. overgenomen. Het fiscale verlies van Monolith Duitsland B.V. bedraagt ten tijde van fusie circa EUR 4,3 miljoen. Daarvan is tot eind 2016 ruim EUR 2,9 miljoen bij beschikking vastgesteld. De verrekening van fiscale verliezen is aan restricties onderworpen. Indien het uiteindelijke aandeelhoudersbelang in Monolith Duitsland B.V. in belangrijke mate (30% of meer) is gewijzigd ten opzichte van het oudste jaar waarvan nog geen gehele verrekening heeft plaatsgevonden, kan verrekening van het verlies worden beperkt. De directie schat in dat onvoldoende zeker is dat de fiscale winst de verrekenbare verliezen zal compenseren en derhalve zijn de verrekenbare verliezen niet geactiveerd.

8. KORTLOPENDE SCHULDEN (TEN HOOGSTE ÉÉN JAAR)

8.1 Rekening-courant
Dit betreft het negatieve saldo op de rekening-courant van Caseis/Kas Bank N.V.

8.2 Leningen o/g
Dit betreft bij kredietinstellingen opgenomen gelden met een looptijd korter dan 1 jaar. Met Caseis/Kas Bank N.V. is Monolith een kredietfaciliteit overeengekomen waarvan de hoogte afhankelijk is van de zogenaamde trekkingswaarde van de portefeuille. Het absolute maximum van de faciliteit bedraagt EUR 10 miljoen. Omwille van riskmanagement is tevens overeengekomen dat ongeacht de trekkingswaarde van de portefeuille een minimumbedrag van EUR 3,1 miljoen kan worden opgenomen. Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar de toelichting op de niet uit balans blijkende verplichtingen.

	31-12-2019 EUR	31-12-2018 EUR
LENING KAS BANK AAN MONOLITH	-	2.000.000
	-	2.000.000

8.3 Overige schulden en overlopende passiva

	31-12-2019 EUR	31-12-2018 EUR
NOG TE BETALEN MANAGEMENTVERGOEDING	**85.714**	41.969
VOORUITBETAALDE INSCHRIJVINGEN*	-	225.000
OVERIGE NOG TE BETALEN KOSTEN	**105.675**	82.971
	191.389	349.940

** De vooruitbetaalde inschrijvingen per 31 december 2018 zijn per 1 januari 2019 afgewikkeld.*

IAS 24.18 vereist toelichting van specifieke betalingscondities ten aanzien van transacties met verbonden partijen. Er is geen sprake van specifieke betalingscondities. De schulden uit hoofde van prestatievergoeding en managementvergoeding worden onvoorwaardelijk voldaan na balansdatum.

9. OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN EN OVERIGE BATEN

9.1 Dividend
Hierin zijn verantwoord de bruto contante dividenden.

9.2 Rentebaten
Hierin is verantwoord de van de depotbank ontvangen rentevergoeding op lopende rekeningen alsmede uitgezette gelden.

9.3 Overige baten
Hierin zijn onder meer verantwoord de compensatie voor prestatievergoeding vanuit Monolith Duitsland alsmede aan de vennootschap toekomende uitgifte- en inkoopkosten.

Uitgiftekosten
De kosten bij uitgifte bedragen maximaal 2% van de Netto Vermogenswaarde per Certificaat. De in rekening gebrachte opslag van 0,5% van de Netto Vermogenswaarde per Certificaat komt ten gunste van Monolith (mede ter dekking van de door Monolith in verband met de uitgifte te maken transactiekosten en kosten van (mutatie van) het Certificaathouderregister). De bij uitgifte in rekening gebrachte toetredingsvergoeding van 1,5% komt toe aan MIM. MIM kan (gedeeltelijk) afstand doen van toetredingsvergoeding. In de verslagperiode is door Monolith voor een bedrag van EUR 9.325 (2018: EUR 57.233) aan uitgiftekosten ontvangen.

Inkoopkosten
De kosten van inkoop van Certificaten bedragen maximaal 3% over het inkoopbedrag (indien inkoop plaatsvindt binnen 18 maanden nadat de betreffende Certificaten zijn verworven) of maximaal 1,5% (als inkoop later plaatsvindt) over het Inkoopbedrag. De in rekening gebrachte afslag van 1% van het inkoopbedrag komt ten gunste van Monolith (mede ter dekking van transactiekosten, kosten van (mutatie van) het Certificaathouderregister en een vergoeding voor eventuele 'market impact' als gevolg van de inkoop). De bij inkoop in rekening gebrachte uittredingsvergoeding komt ten gunste van MIM. MIM kan (gedeeltelijk) afstand doen van de uittredingsvergoeding. In de verslagperiode is voor een bedrag van EUR 149.767 (2018: EUR 32.122) aan inkoopkosten ontvangen.

10. KOSTEN

10.1 Managementkosten

	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
PRESTATIEVERGOEDING (ONVOORWAARDELIJK DEEL)*	-	562.305
MANAGEMENTVERGOEDING MIM*	**1.050.158**	648.586
	1.050.158	1.210.891

** Dit betreft vergoedingen aan MIM, de directie van Monolith. De prestatievergoeding wordt volgens het Prospectus vastgesteld op basis van de prestatie per driemaands periode. Gedurende de driemaands periode zal een eventuele prestatievergoeding een voorwaardelijk karakter hebben. Per de laatste dag van de driemaands periode wordt de eventuele onvoorwaardelijke prestatievergoeding vastgesteld en in de maand erop betaalbaar gesteld aan MIM.*

MIM zal Monolith de volgende vergoedingen in rekening brengen:

(i) een managementvergoeding van 0,125% per maand over de Netto Vermogenswaarde per de laatste dag van de voorafgaande kalendermaand, per maand achteraf te voldoen.

(ii) een prestatievergoeding die iedere Waarderingsdag voorafgaande aan een Transactiedag over de Berekeningsperiode wordt vastgesteld en in rekening wordt gebracht. Deze vergoeding komt overeen met 20% van:

de stijging van de Netto Vermogenswaarde per Certificaat gedurende de betreffende Berekeningsperiode vermeerderd met de eventueel over die Berekeningsperiode betaalbaar gestelde dividenden;

minus een 'hurdle' van 2% van de High Water Mark;

vermenigvuldigd met het aantal uitstaande Certificaten aan het begin van die Berekeningsperiode;

mits de Netto Vermogenswaarde per Certificaat op de betreffende Waarderingsdag hoger is dan de High Water Mark.

Beloningsparagraaf
Met de door MIM ontvangen vergoedingen worden de kosten van MIM gedragen. Het overgrote deel van deze kosten bestaat uit de salarissen van de medewerkers van MIM. Deze kosten worden niet gedragen door Monolith. Het beloningsbeleid van MIM richt zich op het in lijn brengen van de persoonlijke doelstellingen van medewerkers met de lange termijn belangen van Monolith. Daarbij is het beloningsbeleid in overeenstemming met en draagt bij aan een degelijke en doeltreffende risicobeheersing en moedigt niet aan tot het nemen van meer risico's dan voor MIM en/of Monolith aanvaardbaar is. In het geval van variabele beloning, is het totale bedrag van de beloning gebaseerd op een combinatie van de beoordeling van de prestaties van de betrokken medewerker en de resultaten van MIM en Monolith als geheel. Bij de beoordeling van de persoonlijke prestaties worden zowel financiële als niet-financiële criteria gehanteerd. De financiële criteria zien op absolute en relatieve financiële prestaties van MIM en Monolith op zowel de lange als korte termijn. De niet-financiële criteria zien op de wijze waarop de betreffende medewerker zijn of haar functie heeft uitgeoefend, waarbij de criteria volgen uit de functieomschrijving, het persoonlijk plan en de vereiste competenties. Integriteit en risicobeheersing vormen daarvan een integraal onderdeel. Het totale bedrag aan beloning dat MIM in 2019 uitkeerde aan medewerkers (circa 5,5 fte) van MIM bedraagt EUR 583.107. Het vaste deel van de beloning bedroeg EUR 577.982 en het variabele deel van de beloning bedroeg EUR 5.125. Het totaal aan beloning van zogenaamde geïdentificeerde medewerkers (waaronder directie) bedroeg EUR 478.000; ten aanzien van uitsluitend de directie van MIM bedroeg dit respectievelijk EUR 260.000. Alle medewerkers zijn geheel of gedeeltelijk betrokken bij de activiteiten van Monolith.

10.2 Bankkosten

	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
KOSTEN DEPOTBANK	**19.330**	8.546
TRANSACTIEKOSTEN	**40.500**	24.886
	59.830	33.432

10.3 Overige kosten

	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
KOSTEN ADMINISTRATIEVOERING EN CERTIFICAATHOUDERREGISTER	**42.784**	31.743
KOSTEN BEWAARDER	**16.462**	18.591
KOSTEN BROKER RESEARCH	**5.598**	15.000
ACCOUNTANTSKOSTEN	**17.002**	11.000
KOSTEN FISCAAL ADVIES	**26.450**	17.275
KOSTEN JURIDISCH ADVIES	**15.823**	7.063
KOSTEN OPSTELLEN (HALF)JAARVERSLAG	**7.268**	6.352
KOSTEN TOEZICHT AFM EN DNB	**14.817**	9.016
KOSTEN RAAD VAN COMMISARISSEN	**9.075**	9.075
KOSTEN AIFMD RAPPORTAGE	**1.124**	1.272
PUBLICATIEKOSTEN	**16.750**	17.338
VERZEKERINGSKOSTEN	**6.110**	6.111
OVERIGE KOSTEN	**5.538**	3.897
	184.801	153.733

10.4 Rentelasten

	01/01/2019 31/12/2019 EUR	01/01/2018 31/12/2018 EUR
RENTE LENING	**23.455**	4.852
RENTE REKENING-COURANT	**11.286**	20.412
	34.741	25.264

KOSTENVERGELIJKING	WERKELIJK	PROSPECTUS	% AFWIJKING
MANAGEMENTVERGOEDING MIM	**1.050.158**	1.050.158	0,00%
PRESTATIEVERGOEDING (PERIODE T/M 31-01-2018)	**-**	-	0,00%
OVERIGE KOSTEN	**184.801**	maximaal 1% van de Netto Vermogenswaarde*	

* *De in het Prospectus vermelde kosten zijn grotendeels variabel met de Netto Vermogenswaarde. Bij uitbetaling wordt door de administrateur vastgesteld dat de factuur overeenkomt met datgene wat is opgenomen in het Prospectus. Afwijkingen van de werkelijke kosten tegenover de kosten volgens het Prospectus zijn dan ook onwaarschijnlijk. Volgens het Prospectus zal MIM er voor zorgdragen dat de overige kosten niet meer dan 1% op jaarbasis bedragen van de gemiddelde Netto Vermogenswaarde van Monolith (2019: EUR 731.311, 2018: EUR 909.169). In de verslagperiode bedroegen de werkelijke overige kosten fors minder dan 1% van de gemiddelde Netto Vermogenswaarde.*

Lopende kosten factor

De lopende kosten factor wordt als volgt berekend: totale kosten gedeeld door de gemiddelde Netto Vermogenswaarde van Monolith.

- Onder totale kosten worden begrepen de kosten die in de verslagperiode ten laste van het resultaat worden gebracht. De kosten verband houdend met het toe- en uittreden van deelnemers, voorzover deze gedekt worden uit de ontvangen op- en afslagen, alsmede de kosten in verband met de aan- en verkoop van investeringen, alsmede de interestlasten worden buiten beschouwing gelaten.
- De gemiddelde Netto Vermogenswaarde van Monolith wordt berekend als de som van de Netto Vermogenswaarden gedeeld door het aantal berekeningsmomenten van de Netto Vermogenswaarde gedurende het jaar. Voor Monolith zijn dit twaalf berekeningsmomenten.

De lopende kosten factor voor Monolith over de verslagperiode bedraagt: 1,72% (2018: 1,51%). Over de verslagperiode is geen prestatievergoeding ten laste van Monolith gebracht (2018: EUR 562.305). De lopende kosten factor exclusief prestatievergoeding bedraagt 1.72% (2018: 0,89%). De lopende kosten factor ligt 0,02% (2018: 0,81% onder) boven de indicatieve lopende kosten factor (zoals vermeld in het Prospectus).

Omloopfactor

De omloopfactor (portefeuille omloop factor) wordt als volgt berekend: totale aankopen plus totale verkopen min toe-tredingen min uittredingen gedeeld door de gemiddelde Netto Vermogenswaarde van Monolith, vermenigvuldigd met een factor 100.

- De gemiddelde Netto Vermogenswaarde van Monolith wordt berekend als de som van de Netto Vermogenswaarden gedeeld door het aantal berekeningsmomenten van de Netto Vermogenswaarde gedurende het jaar. Voor Monolith zijn dit twaalf berekeningsmomenten.

De omloopfactor voor Monolith over de verslagperiode bedraagt 161,18 (2018: 7,63).

De bovenstaande berekeningswijze van de omloopfactor is wettelijk voorgeschreven. In deze wettelijk voorgeschreven berekeningswijze is sprake van een zogenaamde dubbeltelling aangezien zowel de aankopen als de verkopen worden meegenomen. Wij achten een berekening van de omloopfactor zonder dubbeltelling een maatstaf die de werkelijkheid beter weergeeft omdat doorgaans wanneer een investering wordt verkocht, tegelijkertijd een andere belegging wordt aangekocht. In de onderstaande tabel wordt verduidelijkt hoe de omloopfactor zich (bij gelijkblijvende Netto Vermogenswaarde en zonder toe- en uittredingen) verhoudt tot de gemiddelde periode dat een belegging in portefeuille wordt gehouden.

OMLOOPFACTOR (INCL. DUBBELTELLING)	OMLOOPFACTOR (EXCL. DUBBELTELLING)	GEMIDDELDE PERIODE DAT EEN INVESTERING IN PORTEFEUILLE WORDT GEHOUDEN
400	200	0,5 jaar
200	100	1 jaar
100	50	2 jaar
40	20	5 jaar

De door Monolith aan effectenbrokers betaalde commissiekosten bedragen 0,2% van het transactiebedrag. Monolith maakt gebruik van verschillende effectenbrokers, zoals ABN AMRO, Kepler Chevreux, Berenberg, Hauck & Aufhauser en NIBC. MIM ontvangt geen retourprovisie van effectenbrokers. Een uitzondering daarop is dat ‘research’ wordt ontvangen. MIM acht dit in het belang van Monolith en ziet dit als een normale gang van zaken.

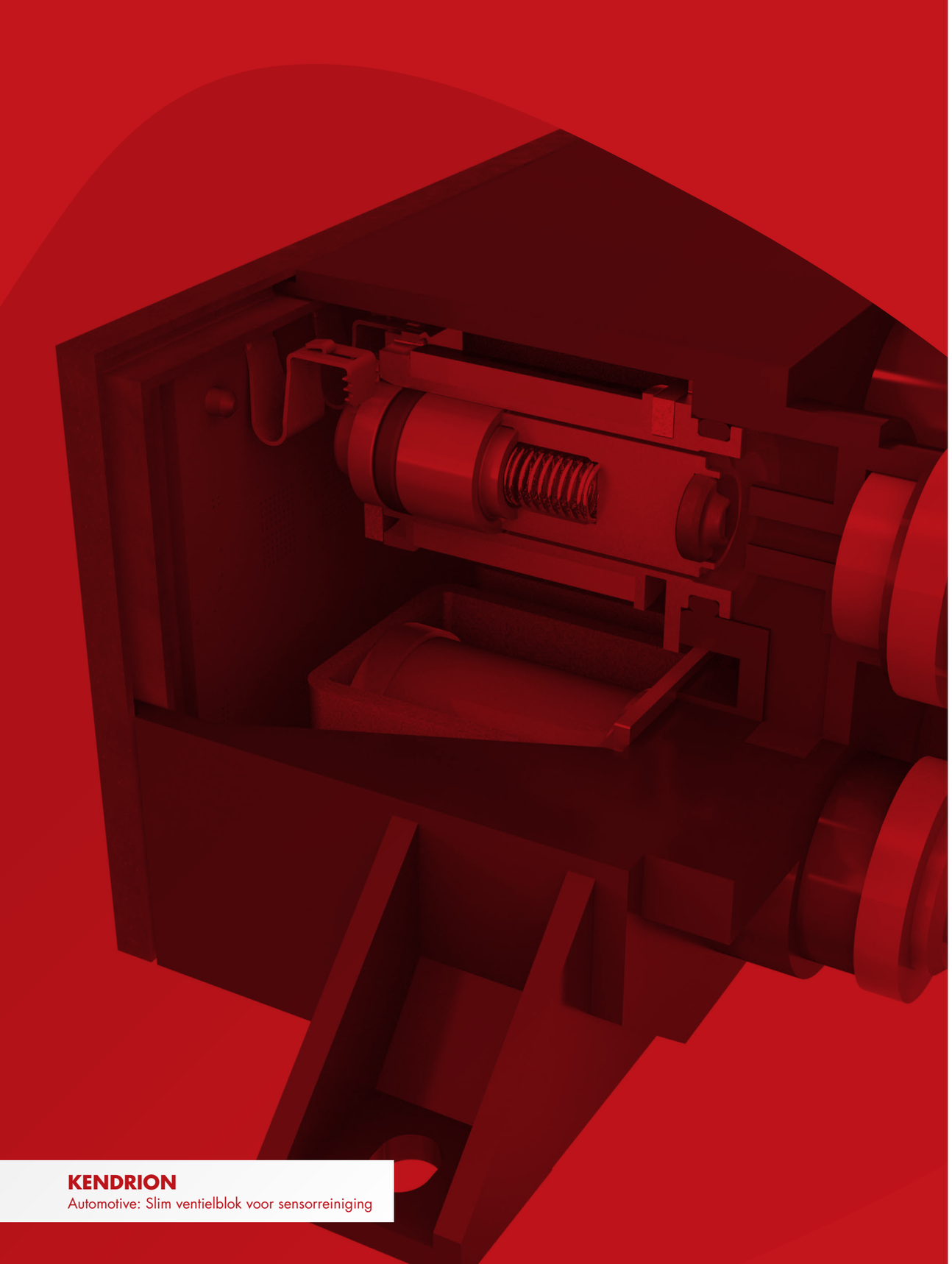
NIET UIT DE BALANS BLIJKENDE VERPLICHTINGEN

Kredietfaciliteit

Met Caseis/Kas Bank N.V. is Monolith een kredietfaciliteit overeengekomen waarvan de hoogte afhankelijk is van de zogenaamde trekkingswaarde van de portefeuille. Omwille van riskmanagement is tevens overeengekomen dat ongeacht de trekkingswaarde van de portefeuille een minimumbedrag kan worden opgenomen. Als zekerheid is gesteld dat de KAS BANK een eerste pandrecht heeft op de bij KAS BANK in depot gehouden effecten.



AMSTERDAM COMMODITIES
Red River Van Eck: Maanzaad



KENDRION
Automotive: Slim ventielblok voor sensorreiniging

OVERIG

Uitbesteding kerntaken

De volgende kerntaken zijn door Monolith uitbesteed:

Administratievoering
Circle Investment Support Services B.V. (de 'Administrateur'), voert onder andere de financiële- en investeringsadministratie van Monolith. Daarnaast berekent de Administrateur de Netto Vermogenswaarde van de Certificaten conform hetgeen daarover in het Prospectus is bepaald en houdt het Certificaathouderregister bij.

Daarnaast controleert de Administrateur in opdracht van Monolith:

(i) dat het bestuur van Monolith het investeringsbeleid uitvoert conform hetgeen daarover in het Prospectus is bepaald
(ii) dat de uitgaande geldstromen van Monolith overeenkomen met daadwerkelijk gemaakte kosten
(iii) dat uittredende Certificaathouders een correcte vergoeding ontvangen
(iv) of in geval van toetredende Certificaathouders, STAK Monolith het juiste aantal Aandelen ontvangt en Certificaathouders het correcte aantal Certificaten.

De Administrateur rapporteert periodiek - en in voorkomende gevallen onverwijld - aan de Raad van Commissarissen omtrent de bovenstaande controle.

De Administrateur is onderdeel van Circle Partners, een internationale groep die administratieve diensten verleent aan privé cliënten, bedrijven en instellingen vanuit haar kantoren in Nederland, Luxemburg, de Britse Maagdeneilanden, Zwitserland, Verenigd Koninkrijk, Slowakije, de Kaaimaneilanden, Curaçao en de Verenigde Staten.

Met de Administrateur is een administratieovereenkomst gesloten, die voldoet aan de daaraan in de toepasselijke regelgeving gestelde eisen.

Uitvoering investeringsbeleid

De directie van Monolith wordt gevormd door MIM, gevestigd te Amsterdam. MIM is opgericht op 25 april 2006 en ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 34247119. De statuten van MIM zijn te vinden op de Website, liggen ter inzage ten kantore van MIM en worden op verzoek toegezonden.

De belangrijkste taken en bevoegdheden zijn het bepalen en uitvoeren van het investeringsbeleid. MIM neemt de beslissingen over de investeringsactiviteiten van Monolith. MIM vormde tevens de directie van Monolith Duitsland

Persoonlijk belang directie van MIM

De directie van MIM heeft geen persoonlijke belangen in investeringen waarin Monolith ook investeert per ultimo boekjaar. De directie van MIM heeft een belang van 47.975 certificaten in Monolith.

Personeel

Bij Monolith zijn geen personeelsleden in dienst.

Bestemming van het resultaat over het jaar 2019

De directie stelt met goedkeuring van de Raad van Commissarissen aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders voor het resultaat over het boekjaar 2019 ten bedrage van EUR 10.613.220 geheel ten bate van de overige reserves te brengen en over 2019 geen dividend uit te keren. Het resultaat 2019 is opgenomen onder het onverdeeld resultaat.

FISCALE ASPECTEN

Vennootschapsbelasting

Monolith is een naamloze vennootschap, hetgeen betekent dat Monolith vennootschapsbelastingplichtig is ten aanzien van de door Monolith behaalde winst. Het tarief bedraagt 19% voor de eerste € 200.000 belastbare winst en 25% voor het meerdere. Voor deelnemingen van 5% of meer in het nominaal gestorte aandelenkapitaal van vennootschappen die een onderneming drijven (dus anders dan fiscale beleggings instellingen) kan in het algemeen de deelnemingsvrijstelling worden ingeroepen. Indien het belang na één jaar onder de 5%-grens zakt, is de deelnemingsvrijstelling nog drie jaar van toepassing. Dit betekent dat geen belasting wordt geheven over van dergelijke deelnemingen ontvangen dividend, noch over het resultaat behaald bij vervreemding van de desbetreffende aandelen.

Fiscale verliezen van 2018 en eerder kunnen in beginsel worden verrekend met belastbare winsten van het voorafgaande jaar en de volgende negen jaren. Vanaf 2019 is de termijn van negen jaren verkort tot zes jaren. Echter, deze verrekeningsmogelijkheid kan onder andere worden beperkt indien het uiteindelijke belang in Monolith in belangrijke mate (30% of meer) is gewijzigd ten opzichte van het oudste jaar waarvan nog geen gehele verrekening heeft plaatsgevonden. In de jaren waarin Monolith N.V. een belastbare winst realiseert, wordt verrekening gevraagd met eerder gemaakte fiscale verliezen. Dit standpunt is gebaseerd op een schriftelijke bevestiging van de belastdienst voor de rechtsvoorganger van Monolith N.V., Monolith fonds voor gemene rekening.

Dividendbelasting

De Depotbank zal namens Monolith in beginsel dividendbelasting van 15% inhouden op winstuitkeringen aan Certificaathouders die een belang houden van 5% of meer in Stonehenge, tenzij de gerechtigde een vrijstelling kan inroepen en daartoe tijdig een verklaring aan de Depotbank overhandigt. Ten aanzien van winstuitkeringen aan buitenlandse Certificaathouders die een belang houden van 5% of meer in Monolith N.V. wordt eveneens 15% dividendbelasting ingehouden, tenzij de gerechtigde een lager tarief kan inroepen op grond van een nationale regeling of een belastingverdrag en de daartoe dienende formulieren tijdig aan de Depotbank overhandigt.

STAK Monolith dan wel Monolith streeft ernaar om ingekochte Certificaten direct bij anderen te plaatsen ('matching'). Ten aanzien van deze ter tijdelijke investering ingekochte Certificaten zal geen dividendbelasting worden ingehouden. In het geval van inkoop van Certificaten die terstond worden ingetrokken zal 15% dividendbelasting worden ingehouden voor zover de inkoopprijs meer bedraagt dan het gemiddeld op de Certificaten gestort kapitaal, tenzij er mogelijkheid is om het verschil tussen de inkoopprijs en het gemiddeld gestort kapitaal geheel ten laste te brengen van de agioreserve.

Bij winstuitkeringen noch bij inkoop (ter tijdelijke belegging of intrekking) van Certificaten zal dividendbelasting worden ingehouden indien de Certificaathouder voor zijn belang de deelnemingsvrijstelling kan inroepen en de Certificaten behoren tot het vermogen van zijn in Nederland gedreven onderneming. Eveneens zal worden afgezien van inhouding dividendbelasting indien het belang van Certificaathouder kwalificeert onder moeder-dochter Richtlijn 90/435/EEG, zoals laatstelijk gewijzigd door Richtlijn 2015/121/EU, en geïmplementeerd in de dividendbelasting.

Amsterdam, 12 februari 2020

De Directie

Monolith Investment Management B.V.

OVERIGE GEGEVENS

Dividendbeleid

Door Monolith ontvangen dividend en rente, evenals behaalde vermogenswinsten, worden in beginsel niet uitgekeerd maar geherinvesteerd. Op voorstel van MIM kan een dividend aan Certificaathouders worden uitgekeerd, tenzij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders anders besluit. Het voorstel kan tevens een keuze- of stockdividend inhouden. Evenwel zal er per jaar niet meer dividend worden uitgekeerd dan 4% van de Netto Vermogenswaarde. Dividend wordt betaalbaar gesteld op een Waarderingsdag voorafgaand aan een Transactiedag.

Statutaire regeling betreffende de bestemming van het resultaat

In artikel 28 van de statuten van Monolith staat het volgende opgenomen betreffende de resultaatbestemming:

28.1 De in een boekjaar behaalde winst staat ter beschikking van de algemene vergadering.

28.2 De vennootschap kan slechts uitkeringen doen voor zover het eigen vermogen groter is dan het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden.

28.3 Uitkering van winst geschiedt na de vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is. De vorderingen tot betaling van dividend van de aandeelhouders jegens de vennootschap verjaren door verloop van vijf jaren nadat zij betaalbaar zijn gesteld.

28.4 De algemene vergadering kan met inachtneming van het bepaalde in lid 2 van dit artikel besluiten tot een tussentijdse uitkering en tot uitkeringen ten laste van een reserve die niet krachtens de wet moet worden aangehouden.

28.5 Bij de berekening van het op de aandelen uit te keren bedrag tellen de aandelen die de vennootschap in haar kapitaal houdt niet mee.



MASTERFLEX
Fleima-Plastic: Luer-lock verbindingssysteem voor medische toepassingen

CONTROLEVERKLARING

CONTROLEVERKLARING VAN DE ONAFHANKELIJKE ACCOUNTANT

Aan de aandeelhouders en de Raad van Commissarissen van Monolith N.V.

VERKLARING OVER DE IN HET JAARVERSLAG OPGENOMEN JAARREKENING 2019

Ons oordeel

Wij hebben de jaarrekening 2019 van Monolith N.V. te Amsterdam gecontroleerd.

Naar ons oordeel geeft de in dit jaarverslag op pagina 93 tot en met 117 opgenomen jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Monolith N.V. per 31 december 2019 en van het resultaat en de kasstromen over 2019 in overeenstemming met International Financial Reporting Standards zoals aanvaard binnen de Europese Unie (EU-IFRS) en met Titel 9 Boek 2 BW.

De jaarrekening bestaat uit:

1. de balans per 31 december 2019;
2. de volgende overzichten over 2019: de winst-en-verliesrekening, het mutatieoverzicht eigen vermogen en het kasstroomoverzicht; en
3. de toelichting met een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

De basis voor ons oordeel

Wij hebben onze controle uitgevoerd volgens het Nederlands recht, waaronder ook de Nederlandse controlestandaarden vallen. Onze verantwoordelijkheden op grond hiervan zijn beschreven in de sectie 'Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening'.

Wij zijn onafhankelijk van Monolith N.V. zoals vereist in de Wet toezicht accountants-organisaties (Wta), de Verordening inzake de onafhankelijkheid van accountants bij assuranceopdrachten (ViO) en andere voor de opdracht relevante onafhankelijkheidsregels in Nederland. Verder hebben wij voldaan aan de Verordening gedrags- en beroepsregels accountants (VGBA).

Wij vinden dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel.

VERKLARING OVER DE IN HET JAARVERSLAG OPGENOMEN ANDERE INFORMATIE

Naast de jaarrekening en onze controleverklaring daarbij, omvat het jaarverslag andere informatie, die bestaat uit:

- algemene gegevens;
- definities;
- profielschets;
- kerncijfers Monolith;
- verslag van de directie;
- investeringen;
- overig;
- fiscale aspecten;
- overige gegevens.

Op grond van onderstaande werkzaamheden zijn wij van mening dat de andere informatie:

- met de jaarrekening verenigbaar is en geen materiële afwijkingen bevat;
- alle informatie bevat die op grond van Titel 9 Boek 2 BW is vereist.

Wij hebben de andere informatie gelezen en hebben op basis van onze kennis en ons begrip, verkregen vanuit de jaarrekeningcontrole of anderszins, overwogen of de andere informatie materiële afwijkingen bevat.

Met onze werkzaamheden hebben wij voldaan aan de vereisten in Titel 9 Boek 2 BW en de Nederlandse Standaard 720. Deze werkzaamheden hebben niet dezelfde diepgang als onze controlewerkzaamheden bij de jaarrekening.

De directie is verantwoordelijk voor het opstellen van de andere informatie, waaronder het bestuursverslag en de overige gegevens in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW.

BESCHRIJVING VAN VERANTWOORDELIJKHEDEN MET BETREKKING TOT DE JAARREKENING

Verantwoordelijkheden van de directie en de raad van commissarissen voor de jaarrekening

De directie is verantwoordelijk voor het opmaken en getrouw weergeven van de jaarrekening in overeenstemming met International Financial Reporting Standards zoals aanvaard binnen de Europese Unie (EU-IFRS) en met Titel 9 Boek 2 BW. In dit kader is de directie verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing die de directie noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fouten of fraude.

Bij het opmaken van de jaarrekening moet de directie afwegen of de vennootschap in staat is om haar werkzaamheden in continuïteit voort te zetten. Op grond van genoemde verslag-gevingsstelsel moet de directie de jaarrekening opmaken op basis van de continuïteits-veronderstelling, tenzij de directie het voornemen heeft om de vennootschap te liquideren of de bedrijfsactiviteiten te beëindigen of als beëindiging het enige realistische alternatief is.

De directie moet gebeurtenissen en omstandigheden waardoor gerede twijfel zou kunnen bestaan of de vennootschap haar bedrijfsactiviteiten in continuïteit kan voortzetten, toelichten in de jaarrekening.

De Raad van Commissarissen is verantwoordelijk voor het uitoefenen van toezicht op het proces van financiële verslaggeving van de vennootschap.

Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening

Onze verantwoordelijkheid is het zodanig plannen en uitvoeren van een controleopdracht dat wij daarmee voldoende en geschikte controle-informatie verkrijgen voor het door ons af te geven oordeel. Onze controle is uitgevoerd met een hoge mate maar geen absolute mate van zekerheid waardoor het mogelijk is dat wij tijdens onze controle niet alle materiële fouten en fraude ontdekken.

Afwijkingen kunnen ontstaan als gevolg van fraude of fouten en zijn materieel indien redelijkerwijs kan worden verwacht dat deze, afzonderlijk of gezamenlijk, van invloed kunnen zijn op de economische beslissingen die gebruikers op basis van deze jaarrekening nemen. De materialiteit beïnvloedt de aard, timing en omvang van onze controlewerkzaamheden en de evaluatie van het effect van onderkende afwijkingen op ons oordeel.

Wij hebben deze accountantscontrole professioneel kritisch uitgevoerd en hebben waar relevant professionele oordeelsvorming toegepast in overeenstemming met de Nederlandse controlestandaarden, ethische voorschriften en de onafhankelijkheidseisen. Onze controle bestond onder andere uit:

- het identificeren en inschatten van de risico's dat de jaarrekening afwijkingen van materieel belang bevat als gevolg van fouten of fraude, het in reactie op deze risico's bepalen en uitvoeren van controlewerkzaamheden en het verkrijgen van controle-informatie die voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel. Bij fraude is het risico dat een afwijking van materieel belang niet ontdekt wordt groter dan bij fouten. Bij fraude kan sprake zijn van samenspanning, valsheid in geschrifte, het opzettelijk nalaten transacties vast te leggen, het opzettelijk verkeerd voorstellen van zaken of het doorbreken van de interne beheersing;
- het verkrijgen van inzicht in de interne beheersing die relevant is voor de controle met als doel controlewerkzaamheden te selecteren die passend zijn in de omstandigheden. Deze werkzaamheden hebben niet als doel om een oordeel uit te spreken over de effectiviteit van de interne beheersing van de entiteit;
- het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en het evalueren van de redelijkheid van schattingen door de directie en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan;
- het vaststellen dat de door de directie gehanteerde continuïteitsveronderstelling aanvaardbaar is. Tevens het op basis van de verkregen controle-informatie

vaststellen of er gebeurtenissen en omstandigheden zijn waardoor gerede twijfel zou kunnen bestaan of de onderneming haar bedrijfsactiviteiten in continuïteit kan voortzetten. Als wij concluderen dat er een onzekerheid van materieel belang bestaat, zijn wij verplicht om aandacht in onze controleverklaring te vestigen op de relevante gerelateerde toelichtingen in de jaarrekening. Als de toelichtingen inadequaat zijn, moeten wij onze verklaring aanpassen. Onze conclusies zijn gebaseerd op de controle-informatie die verkregen is tot de datum van onze controleverklaring. Toekomstige gebeurtenissen of omstandigheden kunnen er echter toe leiden dat een onderneming haar continuïteit niet langer kan handhaven;

- het evalueren van de presentatie, structuur en inhoud van de jaarrekening en de daarin opgenomen toelichtingen; en
- het evalueren of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de onderliggende transacties en gebeurtenissen.

Wij communiceren met de Raad van Commissarissen onder andere over de geplande reikwijdte en timing van de controle en over de significante bevindingen die uit onze controle naar voren zijn gekomen, waaronder eventuele significante tekortkomingen in de interne beheersing.

Wij bevestigen aan de Raad van Commissarissen dat wij de relevante ethische voorschriften over onafhankelijkheid hebben nageleefd. Wij communiceren ook met de raad over alle relaties en andere zaken die redelijkerwijs onze onafhankelijkheid kunnen beïnvloeden en over de daarmee verband houdende maatregelen om onze onafhankelijkheid te waarborgen.

Rotterdam, 3 maart 2020

MAZARS ACCOUNTANTS N.V.
drs. C.A. Harteveld RA



DR. HÖNLE
Glas & Lampen: Oppervlakte desinfectie

CONTACT

Monolith Investment Management B.V.
De Boelelaan 28
1083 HJ Amsterdam
www.monolith.nl

Daan van Vlaardingen
+31(0)20 428 8803

Dimitri Kaandorp
+31(0)20 428 7490



MONOLITH

INVESTMENT MANAGEMENT