

MONOLITH

2020

JAARVERSLAG





TECHNOTRANS
Modulair koelsysteem

MONOLITH **2020**

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	24
PORTEFEUILLESTRUCTUUR EN INVESTERINGSBELEID	25
ACTIEF OMGAAN MET INVESTERINGEN	30
ONTWIKKELINGEN PER ONDERNEMING	34
Amsterdam Commodities	36
Arcadis	38
Berentzen	40
Dr. Höhle	42
Kendrion	44
Schaltbau	46
Solar	48
Technotrans	50
STRUCTUUR EN ORGANISATIE MONOLITH	52
RAPPORTAGE OVER DE BEDRIJFSVOERING	53
VOORUITZICHTEN	54
INVESTERINGEN	59

JAARREKENING	61
BALANS PER 31 DECEMBER 2020	62
OVERZICHT VAN TOTAALRESULTAAT & WINST- EN VERLIESREKENING	64
EIGEN VERMOGEN	65
KASSTROOMOVERZICHT	66
TOELICHTING	67
1. Algemeen	67
2. Grondslagen voor waardering en resultaatbepaling	67
3. Risicofactoren	70
TOELICHTING OP DE BALANS	75
4. Investerings	75
5. Liquide middelen	77
6. Eigen vermogen	77
7. Vorderingen	78
8. Langlopende schulden	78
9. Kortlopende schulden	80
TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING	81
10. Opbrengsten uit investeringen en overige baten	81
11. Kosten	81
NIET UIT DE BALANS BLIJKENDE VERPLICHTINGEN	85
OVERIG	87
FISCALE ASPECTEN	88
OVERIGE GEGEVENS	89
CONTROLEVERKLARING	91
CONTACT	94

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

Raad van Commissarissen

drs. L. Deuzeman
mevr. E.C. Brons RA
drs. H.H. van der Lof (t/m 14 december 2020)
drs. H. Th. Luttenberg RBA (op 8 februari 2021 benoemd
onder voorbehoud van goedkeuring door AFM)

Depotbank

CACEIS
Kas Bank N.V.
De Entree 500
1101 EE Amsterdam

Bewaarder

CACEIS
Kas Trust & Depositary Services B.V.
De Entree 500
1101 EE Amsterdam

Accountant

Mazars Accountants 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

Bartolus Advocaten
Gustav Mahlerlaan 1212
1081 LA Amsterdam

Codes dataleveranciers

Bloomberg: MONOFUN NA Equity
Telekurs: 2857094

ISIN Code

NL0009551027

LEI-registratie

724500UXUTBSXY9A8Z30

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	Caceis/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;
- (iii) 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%
2020	2,87%	-5,71%	13,51%	-6,26%	7,78%
CUMULATIEF	157,64%	106,75%	182,73%	35,21%	146,47%

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



SOLAR

Distributiecentrum en order picking

KERNCIJFERS MONOLITH N.V.

	31/12/2020	31/12/2019*	31/12/2018*	31/12/2017*
AANTAL UITSTAANDE CERTIFICATEN **	384.690	546.439	657.320	599.201
	EUR	EUR	EUR	EUR
NETTO VERMOGENSWAARDE	49.554.046	68.431.812	70.937.723	91.728.921
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT	128,82	125,23	107,92	153,09
UITKERING PER CERTIFICAAT	-	-	-	-
	01/01/2020 31/12/2020	01/01/2019 31/12/2019	01/01/2018 31/12/2018	01/01/2017 31/12/2017
WINST- EN VERLIESREKENING	EUR	EUR	EUR	EUR
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN	1.180.061	2.223.995	2.241.733	1.737.381
WAARDEVERANDERINGEN VAN INVESTERINGEN	643.762	9.884.203	-29.819.520	19.719.976
OVERIGE RESULTATEN	-	-	-	-
KOSTEN	-1.153.368	-1.476.811	-2.462.400	-3.821.856
BELASTINGEN	-1.244.983	-18.167	579.988	-241.464
TOTAAL RESULTAAT	-574.528	10.613.220	-29.460.199	17.394.037
WINST- EN VERLIESREKENING PER CERTIFICAAT				
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN	3,07	4,07	3,41	2,90
WAARDEVERANDERINGEN VAN INVESTERINGEN	1,67	18,09	-45,37	32,91
OVERIGE RESULTATEN	0,00	0,00	0,00	0,00
KOSTEN	-3,00	-2,70	-3,75	-6,38
BELASTINGEN	-3,24	-0,03	0,88	-0,40
TOTAAL RESULTAAT	-1,49	19,42	-44,82	29,03

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

** Per 31 december 2020 bedraagt het aantal uitgegeven Certificaten 669.321, waarvan 384.690 Certificaten zijn geplaatst bij derden.

VERSLAG VAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN

Wij presenteren u het jaarverslag van Monolith over het boekjaar 2020. 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 regulier vergaderd. In aanwezigheid van de directie is uitvoerig gesproken over de gang van zaken. Bovendien is er in verband met de Corona-crisis en de daaruit voortkomende grote koerscorrecties frequent, buiten de reguliere 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 tijdsbeslag en de efficiency ten aanzien van de hoeveelheid werk vanuit regelgeving. Daarnaast stonden 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 op de agenda, waaronder ook de gehanteerde management- en prestatievergoedingsstructuur. Ten slotte hebben wij de begrote en gerealiseerde kosten van Monolith N.V. beoordeeld en besproken. 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 2020 te maken met zeer uitzonderlijke marktomstandigheden na een jaar met sterk positieve koersbewegingen in 2019. In het eerste kwartaal kwam de grote koersreactie op het Corona-virus, hetgeen resulteerde in een neerwaartse bijstelling van 32,6%, nagenoeg in lijn met de correctie voor de smallcaps in Nederland en Europa. Hiermee werd de weg naar de lange termijn rendementsdoelstelling van minimaal 10% weer danig verstoord. Wij werden als Raad van Commissarissen door de directie uitvoerig geïnformeerd over de invloeden die de Coronacrisis op de continuïteit kon hebben van de ondernemingen in de portefeuille, met name de financiële en liquiditeitspositie van die ondernemingen en hun financieringsconvenanten behoeften plots veel meer aandacht vanuit analistenoogpunt. Door de grotere onzekerheid nam een deel van de beleggers het besluit hun allocatie naar aandelen te verkleinen. Dit betekende voor Monolith naast een vermogensafname door koersdalingen ook een afname door uittreding van een aantal certificaathouders. Binnen dit kader verdiende de liquiditeit van de aandelen waarin Monolith belegt en de samenstelling van de portefeuille bijzondere aandacht. De Raad heeft zich uitgebreid laten informeren door de directie over de aanwezige liquiditeit en de maatregelen die genomen kunnen worden bij liquiditeitskrapte indien aandeelhouders door uittredingen te veel druk zouden leggen op de liquiditeit door de inkoop van aandelen en dit niet zou kunnen geschieden zonder de belangen van de zittende aandeelhouders te beschermen. De directie heeft, door voorsorteren op de gemelde uittredingen, de portefeuille op een verantwoorde wijze tijdig kunnen aanpassen waardoor de liquiditeit in de onderliggende aandelen in portefeuille en de kredietlijnen van het fonds zodanig waren dat de gevraagde liquiditeit door aandeelhouders Monolith geen knelpunten opleverde. Uiteraard kwamen door de forse koerscorrectie en uittredingen, de fondsomvang en de te verwachten rendementen als vast aandachtspunt op de agenda. Ultimo 2020 begaf het vermogen van Monolith zich rond de € 50 miljoen door een krachtig herstel van de aandelenmarkt in het

laatste kwartaal waardoor een jaarrendement werd behaald van 2,9%, waardoor het fonds weer geheel hersteld was van de koersval in maart. De directie beraamt zich in overleg met de Raad van Commissarissen over hoe het fonds toekomstbestendig voortgezet kan worden op een economisch verantwoorde wijze in relatie tot kosten van beheer, fiscaliteit, toezicht en directievoering. De directie legde de verschillende opties ter beoordeling voor aan de Raad van Commissarissen. De voorkeursoptie van de directie is te continueren met een focus op kleinere fiscale deelnemingen en voldoende spreiding binnen de huidige lager geworden fondsomvang. Daarnaast zullen organisatorische aanpassingen plaats moeten vinden in relatie tot kosten van AFM toezicht. De directie is druk doende de gewenste organisatie te schetsen en de voorwaarden te scheppen om op economische verantwoorde wijze hier een gevolg aan te kunnen geven die ook de goedkeuring van de Raad van Commissarissen kan hebben.

De Netto Vermogenswaarde van het fonds is in het boekjaar afgenomen van € 68,4 mln. tot een Netto Vermogenswaarde van € 49,6 mln. eind 2020. Deze afname was een resultante van enerzijds de koersstijging over 2020 en anderzijds de inkoop van Certificaten Monolith N.V. Het jaarverslag van de vennootschap bevat de jaarrekening over het boekjaar 2020. 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. De directie stelde voor de jaarrekening (weer) op grond van Dutch GAAP op te stellen in plaats van de International Financial Reporting Standards (IFRS). Na de fusie tussen Monolith en dochtermaatschappij Monolith Duitsland B.V. verviel de noodzaak voor verslaggeving op grond van IFRS. De directie verwacht dat de kosten van het opmaken en controleren van de jaarrekening opgesteld volgens Dutch GAAP, lager zullen liggen dan die van een jaarrekening

opgesteld volgens IFRS. De Raad kan hiermee instemmen aangezien het geen invloed heeft op het vereiste inzicht voor de gebruiker van de jaarrekening en geen essentiële beleggersinformatie verloren zal gaan.

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 grote onzekerheden in verband de uitbraak van het Covid-19 virus en de negatieve economische ontwikkelingen die dat met zich mee bracht in de gehele wereld. Voorts is de Raad van Commissarissen de in december afgetreden commissaris H.H. (Harm) van der Lof zeer erkentelijk voor zijn inzet en bijdrage aan het houden van toezicht en geven van advies. De heer Van der Lof gaf te kennen zijn positie na iets meer dan 10 jaar ter beschikking te willen stellen. Wij zijn verheugd te kunnen meedelen dat de heer H.Th. Luttenberg, voormalig bestuurder van Kempen Capital Management N.V., bereid is gevonden de heer Van der Lof op te volgen. De heer Luttenberg is benoemd tot commissaris op de Bijzondere Algemene Vergadering van Aandeelhouders van Monolith van 8 februari jl. onder voorbehoud van goedkeuring door de AFM.

Overeenkomstig de richtlijnen is de jaarrekening opgesteld vóór resultaatbestemming. 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 2020 en de leden van onze Raad voor het daarop gehouden toezicht.

Amsterdam, 15 februari 2021

L. Deuzeman, voorzitter

Mevr. E.C. Brons

H. Th. Luttenberg (op 8 februari 2021 benoemd onder voorbehoud van goedkeuring door AFM)

VERSLAG VAN DE DIRECTIE

Hieronder volgt het verslag van de directie van Monolith N.V. over het boekjaar 2020 (1 januari 2020 tot en met 31 december 2020). Ten aanzien van het directieverslag is van belang dat daarin in voorgaande jaren een financieel verslag was opgenomen met proportioneel geconsolideerde cijfers ten aanzien van Monolith en dochtermaatschappij Monolith Duitsland. De cijfers in het directieverslag werden ontleend aan dit financieel verslag. Als gevolg van de fusie tussen Monolith en Monolith Duitsland per 2 februari 2019, is een financieel verslag met proportioneel geconsolideerde cijfers niet langer nodig. Daarmee verviel ook de noodzaak voor verslaglegging op grond van IFRS. Aangezien de kosten van het opmaken en controleren van een jaarrekening volgens Dutch GAAP naar verwachting lager zijn, is daarom besloten terug te keren naar Dutch Gaap verslagleggingsregels. Hierbij is van belang dat Dutch GAAP en IFRS tot dezelfde cijfers leiden in de balans en de resultatenrekening van Monolith. 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 2,9%

De intrinsieke waarde per aandeel steeg in de verslagperiode met 2,9% van € 125,23 tot € 128,82. Er werd door Monolith geen dividend uitgekeerd en daarmee komt het totale investeringsresultaat eveneens uit op 2,9%. Het aantal bij derden geplaatste Certificaten is met 29,6% afgenomen in de verslagperiode van 546.439 naar 384.690. In het jaar 2020 is circa € 0,3 mln. aan nieuw kapitaal ingestroomd en is er tegelijkertijd circa € 18,6 mln. aan kapitaal terugbetaald aan Certificaathouders. Deze bedragen zijn exclusief aan- en verkopen van Certificaten in verband met verplaatsingen van

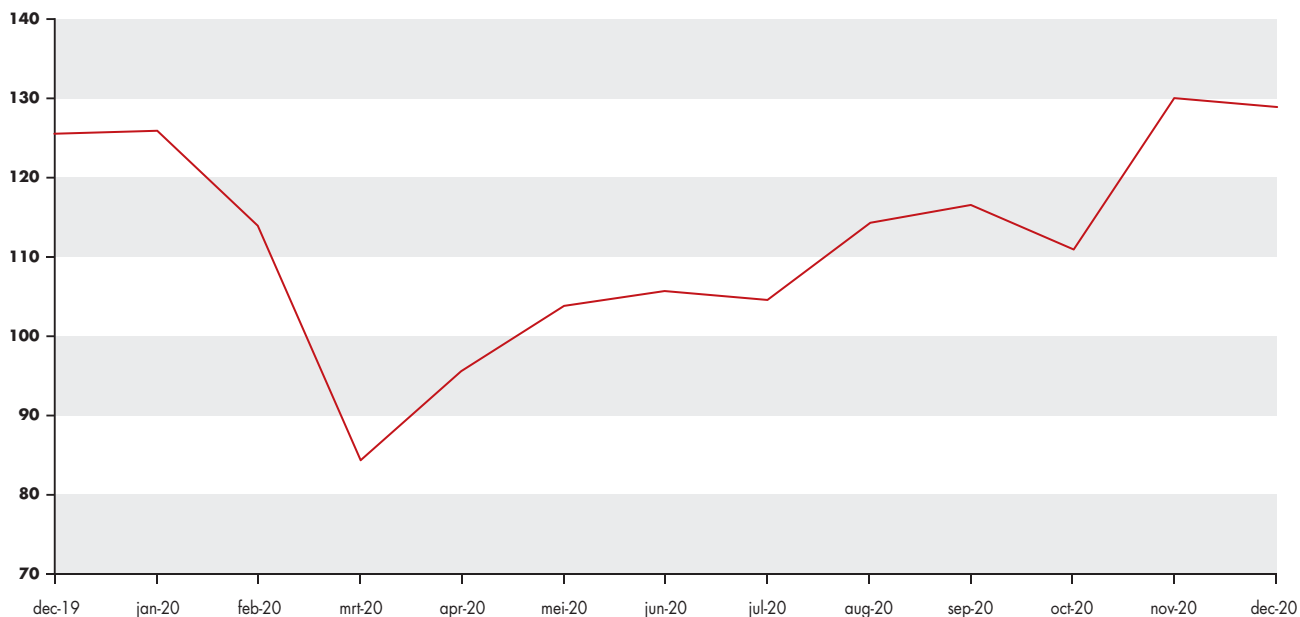
Certificaathouders (zoals bijvoorbeeld van privé naar B.V.). Per saldo is circa € 18,6 mln. uitgestroomd door inkoop van Certificaten. Als gevolg van de bovengenoemde stijging van de intrinsieke waarde per aandeel en inkoop van Certificaten is de netto vermogenswaarde per saldo gedaald van € 68,4 mln. naar € 49,6 mln. Hoewel Monolith over 2020 een negatief resultaat boekte van EUR -574.528, steeg de Netto Vermogenswaarde per Certificaat in het boekjaar met 2,9%. Dit komt door de inkoop van Certificaten gedurende 2020 in combinatie met de aanzienlijke fluctuatie van de (maandelijke) Netto Vermogenswaarde per Certificaat in het boekjaar. Het grootste deel van de ingekochte Certificaten is ingekocht gedurende de eerste negen maanden van 2020, toen de Netto Vermogenswaarde per Certificaat (aanzienlijk) lager was dan aan het begin van het boekjaar. De betreffende uittredende Certificaathouders hebben daarmee bij inkoop het op dat moment bestaande verlies over het boekjaar naar evenredigheid gerealiseerd. Daarna, in de laatste twee maanden van 2020, steeg de Netto Vermogenswaarde sterk als gevolg van de koersstijgingen in de portefeuille van Monolith, terwijl minder Certificaten uitstonden.

	31/12/2020	31/12/2019
NETTO VERMOGENSWAARDE*	€ 128,82	€ 125,23
NETTO VERMOGENSWAARDE**	€ 49,6 mln.	€ 68,4 mln.
UITSTAANDE AANDELEN	384.690	546.439
UITGEKEERD DIVIDEND	-	-

* per aandeel; ** totaal

NETTO VERMOGENSWAARDE MONOLITH N.V. PER AANDEEL

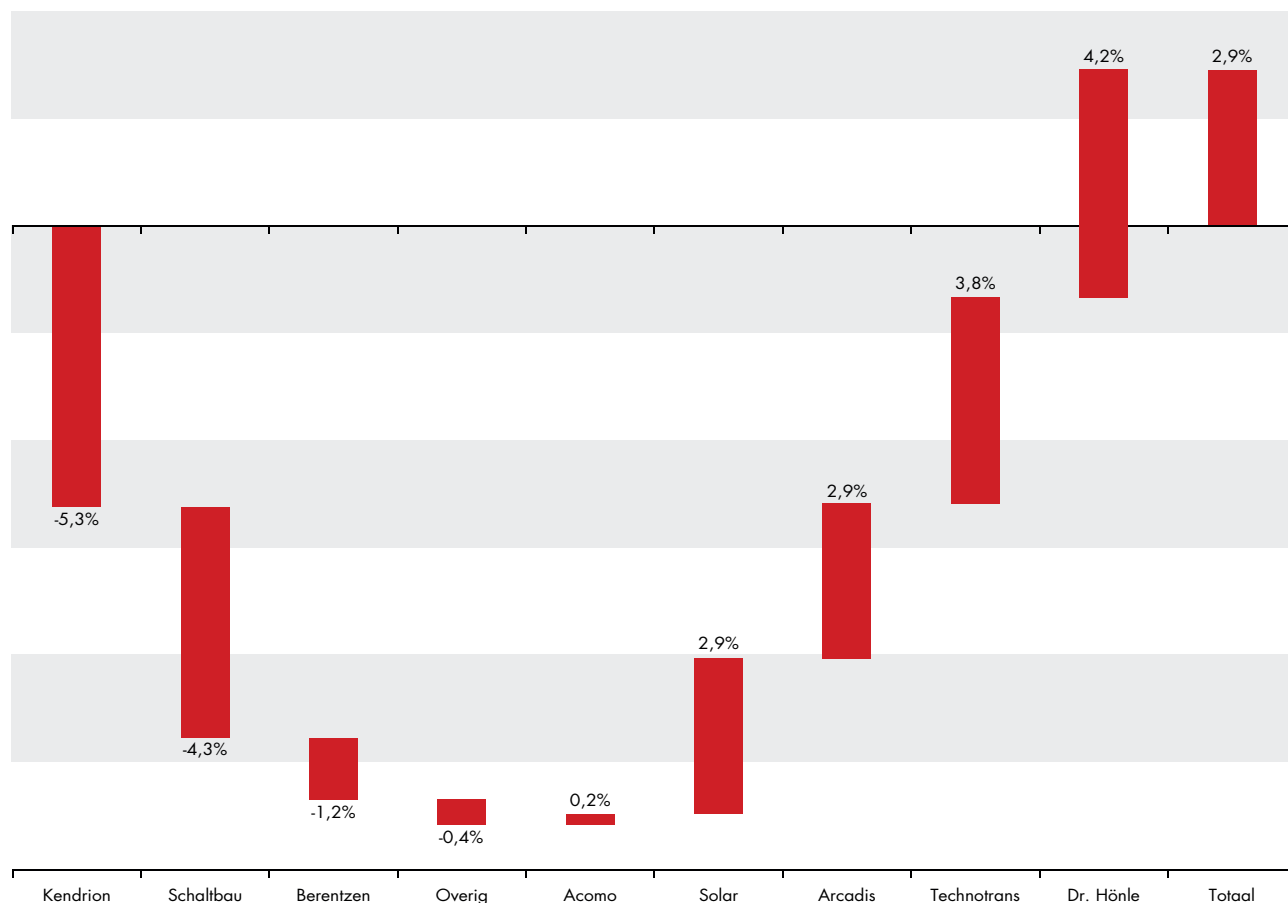
(periode 31/12/2019 - 31/12/2020)



Aan het begin van de verslagperiode bestond de portefeuille uit een zestal fiscale deelnemingen, namelijk 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 Amsterdam Commodities N.V. (Acom) en Solar B (Solar), alsmede een kleiner belang in 2 ondernemingen onder het kopje 'overige'. In de eerste maanden van het jaar is een van die laatstgenoemde posities geheel verkocht. De belangrijkste verkopen van Monolith betroffen zowel een deel van het belang in Dr. Hönle als in Schaltbau. Gedurende het hele boekjaar zijn deze belangen geleidelijk teruggebracht. Daar waar het portefeuillegewicht van Schaltbau, de toenmalige en huidige nummer één van de portefeuille, per ultimo 2019 circa 27% was, liep dit terug naar circa 19% per ultimo 2020. Voor Dr. Hönle, eind 2019 de nummer drie van de portefeuille, daalde het portefeuillegewicht van circa 18% (ultimo 2019) naar circa 14% (ultimo 2020). Een andere grotere verkoop betrof een deel van de aandelenpositie in Kendrion. Ook hier is gedurende het gehele jaar wat van de positie afgeschild. Masterflex is in de eerste jaarhelft uit de portefeuille verwijderd. Ten slotte was er een aantal kleinere verkopen waaruit contanten werden verkregen

om zowel te kunnen voldoen aan de terugbetalingsverzoeken van uittredende Certificaathouders als ook de opbouw van enkele nieuwe posities. De belangrijkste daarvan zijn de belangen in Arcadis en Technotrans. Daarnaast zijn de middelen gebruikt om kleine belangen aan te kopen in verdere nieuwkomers, waarvan wij de naam nog niet bekendmaakten. Nederlandse, Duitse en Scandinavische ondernemingen zijn nu goed voor respectievelijk circa 33%, 52% en 13% van de portefeuille. Onder 'Portefeuillestructuur en investeringsbeleid' wordt nader ingegaan op de mutaties. De verschillen in rendementen per investering waren in 2020 behoorlijk groot. Vier van onze holdings behaalden een zeer positief rendement, drie een sterk negatief resultaat, en één was vrijwel onveranderd. De grootste positieve bijdragen aan het rendement werden geleverd door Dr. Hönle (met een totaalrendement van 26%) en Technotrans. Deze laatste behaalde een jaarrendement van 34%, maar ons rendement was nog groter, omdat wij onze positie gedurende het jaar op veel lagere niveaus sterk hebben uitgebreid. Beide bedrijven leveren enkele producten die juist profiteren van COVID-19. Kort daarachter volgen Solar (+26%) en Arcadis (+30%), die zich beide uitstekend door de crisis bleken te manoeuvreren. Aan de negatieve kant stonden de

CONTRIBUTIE VAN DE VERSCHILLENDE INVESTERINGEN AAN HET TOTALE RENDEMENT OVER 2020 (%)



3 bedrijven die juist veel last hadden van COVID-19, namelijk Kendrion (-21%, toeleverancier aan de auto-mobieliindustrie), Schaltbau (-12%, toeleverancier aan industrie, rail en bus) en Berentzen (-15%, producent van sterke- en frisdrank aan o.a. de horeca). De koers van Acomo was vrijwel onveranderd; het resultaat bestond uit het dividendrendement van ca. 5%. 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. In de grafiek met titel “Contributie van de verschillende investeringen aan het totale rendement over 2020 (%)” wordt de individuele bijdrage aan het totale rendement van Monolith getoond, dat gezamenlijk dus optelt tot 2,9%.

Het resultaat dat in het bovenstaande is weergegeven is berekend op basis van de intrinsieke waarde. Dat wil zeggen na aftrek van alle kosten. In het afgelopen jaar is het zo geweest dat Monolith een belastingschuld heeft moeten reserveren, anders dan andere jaren. Dit had per jaarultimo bij benadering een rendementsdrukkend effect van circa 2%. Dit was een gevolg van de keuze om rekening houdend met de uitzonderlijke marktomstandigheden het gewicht van de effectenposities, dus de niet-fiscale deelnemingen, in de portefeuille op te hogen. Dit deel van de portefeuille kan geen gebruik maken van de deelnemingsvrijstelling. Vooral in de laatste maanden van het jaar, werden er op deze effecten wel forse koerswinsten behaald. De belastingdruk is natuurlijk jammer, maar liever belaste koerswinst dan compensabel verlies. Verderop in het verslag bij “portefeuillestructuur en investeringsbeleid” wordt op dit onderwerp nog een nadere toelichting gegeven.

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. Ten slotte moet nog worden opgemerkt dat het rendement van Monolith als gevolg van de geconcentreerde portefeuille grote uitlagen 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).

Het verslagjaar 2020 was in meerdere opzichten ongekend. Na een veelbelovende start van het beursjaar 2020 werden financiële markten door de wereldwijde verspreiding van het coronavirus scherp neerwaarts gedrukt. Massieve beperkingen in het alledaagse leven als ook het stilleggen van hele economische sectoren hebben in het voorjaar geleid tot een conjunctureel dieptepunt. Aandelenkoersen daalden met een opvallend grote snelheid. In slechts 3 weken ging er globaal genomen 33% van alle beurswaarde verloren. Eveneens opvallend was de snelheid en de kracht van het daaropvolgende koersherstel. De bekendste wereldwijde aandelenindex (MSCI All Countries World Index) presteerde uiteindelijk over het gehele jaar genomen goed met een plus van 6,7% (in Euro's, op herbeleggingsbasis).

MONOLITH VS. REFERENTIE INDICES	2020	GEANNUALISSEERD SINDS START
MONOLITH	2,9%	6,9%
NEDERLANDSE LARGECAPS¹	5,7%	5,3%
NEDERLANDSE SMALLCAPS²	13,5%	7,6%
EUROPESE LARGECAPS³	-6,3%	2,2%
EUROPESE SMALLCAPS⁴	7,8%	6,6%

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

Hiermee heeft de aandelenmarkt sinds het dieptepunt van 23 maart 2020 een koersherstel opgetekend van maar liefst 50%. De veerkracht van de markt was voor vele beleggers gedurende het jaar een complete verrassing. Deze omslag markeert nog eens het feit dat uitstappen op een moment dat het heel erg tegenzit en er geen uitweg meer lijkt, een hele kostbare aangelegenheid kan zijn. Het gemiste herstel is namelijk niet snel goed te maken. Het marktherstel is vooral het gevolg van de ongekend grote reactie van de wereldwijde centrale banken als ook de omvangrijke stimuleringsmaatregelen van overheden. Dit moedige ingrijpen van de centrale banken en overheden was noodzakelijk en van historische omvang. Een verder herstel van de aandelenmarkten volgde na het bekend worden van een doorbraak in de ontwikkeling van effectieve coronavaccins. Net zoals de bedrijfseconomische ontwikkeling in verschillende sectoren liepen ook de beursresultaten van sectoren enorm uiteen. Een bovengemiddelde positieve bijdrage kwam uit de IT- en technologiesector, terwijl de Energie-sector ongekend harde klappen kreeg. Vanzelfsprekend waren er gedurende het jaar ook wel een aantal andere stressveroorzakers voor de financiële markten, zoals de Amerikaanse presidentsverkiezingen en de Brexit, maar deze vielen in het niet bij de coronaperikelen. Overigens is nog relevant dat de sterke koersstijgingen in de tweede jaarhelft gepaard gingen met grosso modo winstdalingen in het bedrijfsleven. Dat wil dus zeggen dat de koers-/winst-verhoudingen in 2020 sterk zijn opgelopen. Vanzelfsprekend hadden de overheidsmaatregelen om het coronavirus af te stoppen een heel verschillende impact op de economische sectoren. Sommige sectoren werden hard geraakt, zoals bijvoorbeeld de luchtvaartindustrie en vrijetijdsector, terwijl anderen zoals bijvoorbeeld supermarkten juist van de 'Lockdown' wisten te profiteren. Hoe dan ook was het voor de beleggingsgemeenschap een grote uitdaging om de winstontwikkeling van bedrijven voor het jaar 2020 goed in te schatten. Daarom werd het blikveld vaak verlegd naar enkele jaren verder waarin weer sprake is van normalisatie. Daarmee werd het belang van een ogenschijnlijke hoge waardering op basis van de winsten in 2020 ineens een stuk kleiner. De ravage bij de winsten van beursgenoteerde bedrijven in 2020 is groot geweest. In Europa zal de winst naar schatting met circa 60% zakken, in de VS circa 30%. Dat zijn zelden eerder vertoonde dalingen. Voorwaarts kijkend is het zo dat er in 2021 en 2022 een zeer sterk winstherstel

wordt verwacht, tot niveaus van ruim boven die van 2019. Al met al was 2020 een ongebruikelijk turbulent jaar, wat achteraf gezien niet eens zo slecht uitpakte voor aandelenbeleggingen.

Monolith presteerde redelijk in lijn met het heersende marktbeeld. Vanuit het perspectief van het fonds en terugkijkend op het jaar 2020 was het uiteindelijke fondsresultaat van 2,9% redelijk tevredenstellend. Achteraf gezien dan, want het was het jaar van een ongekeerde dip en de ongekeerde terugvering. Tussentijds stond de intrinsieke waarde van het fonds op ruim 25% in de min in vergelijking tot ultimo 2019 in de maand maart, het moment dat het coronavirus wereldwijd toesloeg. Later volgde een stevig herstel. Wel dient gezegd te worden dat het fonds deze 'rebound' vanaf het dieptepunt van de coronaklap op 23 maart op de aandelenmarkten in het algemeen in de resterende maanden van de verslagperiode niet geheel kon bijhouden.

In het jaarverslag over 2019 spraken wij over de grote verborgen waarde die opgesloten lag in onze portefeuille. De ontwikkelingen in het verslagjaar bij de ondernemingen in portefeuille hebben daarin geen verandering gebracht. Dat deze meerwaarde in een dergelijk abnormaal paniekerige beurs niet naar boven komt achten wij verklaarbaar. Daarnaast had Monolith in relatieve zin eveneens geen echt onderscheidend jaar. Een belangrijke verklaring voor het achterblijven was de onderweging van het fonds in Technologie-aandelen (versus de gewichten van die sector in de referentie-indices) en het uitblijven van koersherstel (na de koersimplosie van 2018) bij portefeuille-zwaargewicht Kendrion. Een aanvullende verklaring is het, voor het zoveelste jaar achter elkaar, achterblijven van de performance van Waarde-aandelen, zoals door Monolith gevolgd, vis-a-vis de op Groei gerichte beleggingsstrategieën. Zo bleef de MSCI Europe Value Index in 2020, met een rendement van -12,3%, maar liefst 18,6% (!) achter bij de MSCI Europe Growth Index (2020: 6,3%).

Ondanks de moeilijke recente jaren, is de staat van dienst van Monolith sinds de start solide en ligt de netto vermogenswaarde per aandeel van het fonds ver boven de startwaarde van oktober 2006. Dit terwijl er in deze periode (van iets meer dan 14 jaar) meerdere momenten waren waarop de marktomstandigheden allesbehalve rooskleurig waren en zelfs regelmatig behoorlijk volatiel. Sinds de start is er een positief rendement behaald van circa 158%. Dat komt neer op een samengesteld rendement van circa

7% per jaar. Overigens voldoet het daarmee per verslag-ultimo niet aan onze middellangetermijndoelstelling van 10%. Over een vijfaarsperiode, wat ons betreft de middellange termijn waaraan in dit verslag geregeld wordt gerefereerd, is het beeld nog wat extremer. Wordt de periode 31/12/2015 – 31/12/2020 bezien, dan is sprake van een geannualiseerd resultaat van 0,26%. Met andere woorden: de Netto Vermogenswaarde per aandeel is in die periode maar heel beperkt gestegen, namelijk 1,3%. Een uiterst teleurstellende vaststelling. Overigens werd tot aan de zomer van 2018 met 10,7% wel ruim aan de gehanteerde absolute rendementsdoelstelling voldaan. Ons inziens blijkt uit het bovenstaande duidelijk hoe een historische beoordeling van het resultaat toch wel behoorlijk moment- en periode-afhankelijk is. Zoals in de maandberichten en persoonlijke gesprekken aangegeven is het fonds ondervertegenwoordigd in de technologiesector. Dit is niet alleen een gevolg van de in onze ogen soms gevaarlijk hoge waarderingen in die hoek als wel ook van de investeringsstrategie van het fonds. Monolith richt zich juist op waarde-aandelen in plaats van groei-aandelen. Technologie-aandelen vallen doorgaans in de laatste categorie. Dit is de belangrijkste verklaring voor het achterblijven van het fonds in 2020 en de afgelopen 3 tot 5 jaar. Bij de vooruitzichten staan we bij deze situatie nog wat langer stil.

Het relatieve resultaat over de verslagperiode 2020 blijft, zoals hierboven genoemd, wat achter bij het algemene beursbeeld. De resultaten van de door ons gebruikte referentie-indices liepen in de verslagperiode overigens behoorlijk uiteen, van 13,5% voor Nederlandse smallcaps tot -6,3% voor Europese largecaps. In Europa presteerden de kleinere beursgenoteerde aandelen beter dan de largecaps. De Europese smallcaps, gemeten aan de hand van de breed gespreide HSBC European Smaller Companies Index, steeg met 7,8%. De Nederlandse smallcaps, gemeten aan de hand van de ASCX Index, deed het aanmerkelijk beter dan de Europese index. Met slechts 25 namen in de ASCX Index is deze maatstaf veel minder gespreid en wordt dus snel uit het lood getrokken door forse koersstijgingen van enkele zwaargewichten. In die zin is deze maatstaf dan ook minder representatief te noemen voor het algemene beursbeeld in vergelijking tot de Europese smallcap index die wij hanteren. Deze bestaat uit 600 namen. Het relatief goede resultaat van de Nederlandse smallcap index (ASCX) afgezet tegen hun Europese evenknieën laat

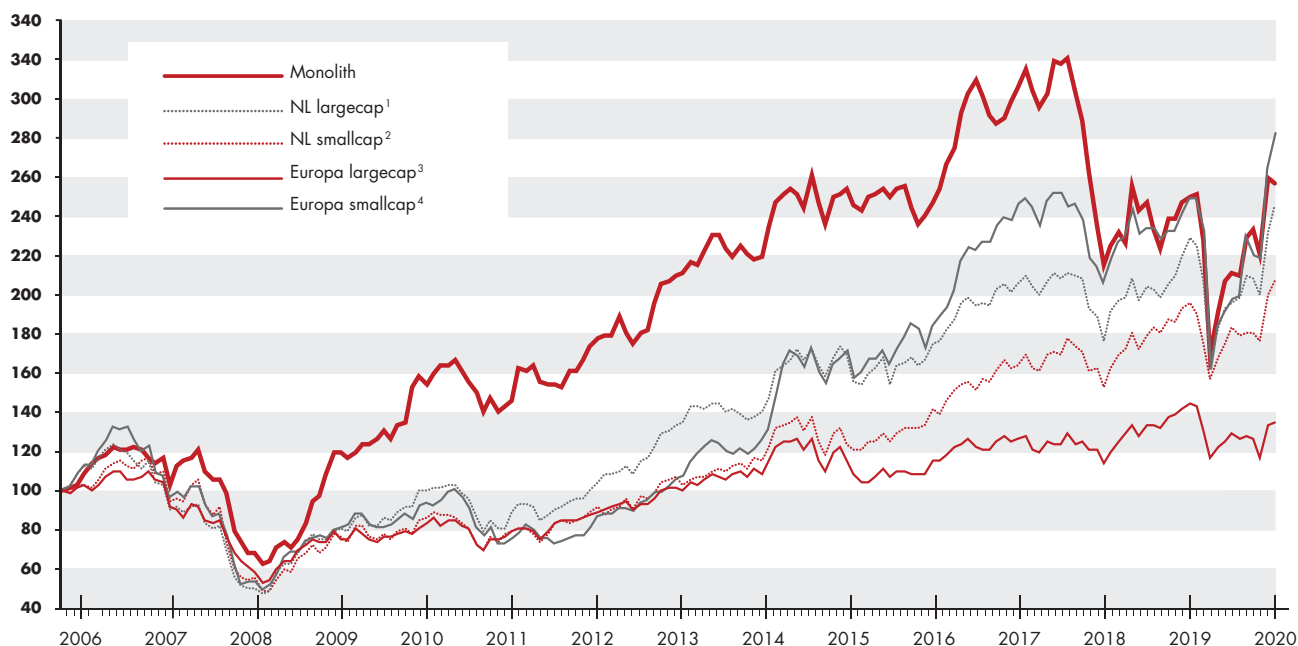
zich verklaren door het hoge aandeel technologiefondsen en hun sterke koersperformance. De stijging van de Amsterdamse AEX op herbeleggingsbasis beliep 5,7%. De weg naar boven sinds het dieptepunt van de markt in maart van het verslagjaar is te danken aan één aandelensector, nl. de technologiefondsen. De top vier van grootste stijgers van 2020 bestaat uit betaaldienst Adyen, chiptoeleverancier ASMI, chipmachinemaker ASML en tech-investeerder Prosus. Dat was ook de reden dat de AEX het dit jaar beter deed dan de hoofdindices (representatief voor de grote beursgenoteerde ondernemingen) van buurlanden Duitsland en België en een brede Europese largecap index.

Het beeld wat dicht bij huis weergegeven wordt door de AEX index, wordt teruggevonden bij veel aandelenindices ter wereld. Voor de VS geldt bijvoorbeeld dat enkele zwaarwegende technologiebedrijven grotendeels verantwoordelijk zijn voor het indexresultaat. Gekscherend wordt de S&P500, de toonaangevende largecap index van de VS tegenwoordig de S&P5 genoemd. Dit omdat de 5 grootste ondernemingen in die index zwaarder wegen dan op welk moment dan ook in de laatste 30 jaar, inclusief de periode van de 'dot-com' bubble. Het gewicht van de IT sector ligt bijna op een 'all-time high'. Indien andere technologie gerelateerde sectoren zoals 'communication services' (Facebook, Alphabet) en 'consumer discretionary' (Amazon) worden meegenomen is het record van sectorconcentratie in de S&P500 al gebroken. Apple, Microsoft, Amazon, Facebook, en Alphabet (het moederbedrijf van Google) zorgden voor 90% van de jaarperformance van deze index. Geïllustreerd wordt daarmee de excessieve afhankelijkheid van de belangrijkste aandelenindices van een relatief klein aantal grote beursgenoteerde ondernemingen. De ontkoppeling van de hoger gewaardeerde largecap-technologie-bedrijven ten opzichte van de overige sectoren is in het coronajaar 2020 nog duidelijker geworden. Het vertrouwen van beleggers in deze bedrijven is alleen nog maar toegenomen en zij gaan ervan uit dat deze bedrijven aan de top zullen blijven staan. De vraag is natuurlijk of deze trend kan aanhouden. Terugkijkend naar de laatste keer dat een degelijke concentratiegraad optrad was ten tijde van de 'dot-com' bubbel in 2000 toen het gewicht van de top 5 bedrijven relatief snel terugzakte naar het

historisch gemiddelde. 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 veertien 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 november 2006 is er, ondanks de terugval in de tweede jaarhelft van 2018, een duidelijk 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.

Tenslotte: Het is weliswaar teleurstellend om te moeten vaststellen dat het resultaat over de verslagperiode wat achterblijft bij het algemene beursbeeld. Het rendement was weliswaar positief in 2020, maar vanwege de slechts beperkte stijging heeft het jaarresultaat weinig invloed op het geannualiseerde rendement van het fonds vanaf het startpunt. Voor het terug kruipen 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, zijn grotere stijgingen nodig. Wij gaan er van uit dat in de komende jaren het in 2018 opgelopen verlies zal worden ingehaald. De portefeuillewaardering stond per ultimo 2020 op een historisch dieptepunt, zelfs na het krachtige koersherstel vanaf het dieptepunt in maart 2020. De waardering laat zich qua niveau vergelijken met het niveau van de Grote Financiële Crisis in 2009. Uit de paragraaf 'Ontwikkelingen per onderneming' blijkt dat wij een aanzienlijk verschil zien tussen de huidige beurswaarde en de door ons getaxeerde onderliggende waarde van de ondernemingen in portefeuille. Op basis daarvan zien wij dan ook voor de komende periode een, zeker in historisch perspectief, niet-alledaags hoog rendementspotentieel voor Monolith. Naar onze inschatting zal dit zich binnen een termijn van twee à drie jaar gaan materialiseren. In de vooruitzichten wordt dit nader toegelicht.

MONOLITH N.V. VS REFERENTIE-INDICES SINDS START (PERIODE 31/10/06 - 31/12/20) GEÏNDEXEERD



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

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 2020 geen dividend uit te keren.

INVESTERINGSKLIMAAT

Coronapandemie allesoverheersend in 2020

Het jaar 2020 stond in het teken van de coronapandemie. Het coronavirus verspreidde zich in het eerste kwartaal razendsnel over de wereld. De eerste besmetting vond plaats in China en binnen enkele maanden waren er besmettingsgevallen over de hele wereld. Volgens de officiële data zijn wereldwijd circa 83 miljoen mensen besmet geraakt met het coronavirus (per ultimo 2020). Vooral in de Verenigde Staten hebben veel personen het virus opgelopen, bijna 20 miljoen. Maar ook in India, Brazilië en Europa zijn miljoenen mensen besmet geraakt. Ondanks dat het virus in Azië de kop opstak, valt daar het aantal besmettingsgevallen mee. Mede door ervaringen

uit het verleden werden in de meeste Aziatische landen snel en doortastend maatregelen genomen. Wereldwijd zijn in 2020 naar schatting meer dan 1,8 miljoen mensen aan het coronavirus overleden. De coronacrisis zorgde dus voor veel menselijk leed, maar ook voor een ongekende economische krimp. Beleidsmakers trokken alles uit de kast om de negatieve effecten tegen te gaan. De wereldwijde aandelenmarkten gingen in het eerste kwartaal fors omlaag maar toonden daarna een enorme veerkracht. Verschillende aandelenbeurzen sloten het jaar zelfs op een recordstand af. De rentestanden in de verschillende regio's daalden verder en staan op historisch lage niveaus.

Lockdowns schaden de economie

Overheden stelden zware beheersingsmaatregelen in om de verspreiding van het coronavirus een halt toe te roepen. Sommige landen gingen grotendeels op slot en het sociale leven werd stilgelegd. De horeca ging dicht, het reisverkeer werd beperkt en thuiswerken werd de standaard. De 'lockdowns', die in het voorjaar werden ingesteld, zorgden voor grote economische schade. De wereld-economie kende een ongekend grote economische krimp in het tweede kwartaal van 2020. Nadat de eerste coronagolf onder controle was gebracht, herstelde de wereld-economie in het derde kwartaal. Economieën gingen weer open met in achtneming van diverse virusbeheersingsmaatregelen. In het najaar volgde echter een nieuwe coronagolf waardoor landen opnieuw op slot gingen. In het vierde kwartaal zal opnieuw sprake zijn van economische krimp, vooral in Europa. Het IMF verwacht dat de economische krimp van de wereldeconomie in 2020 meer dan 4% bedraagt.

Coronacrisis is een deflatoire schok

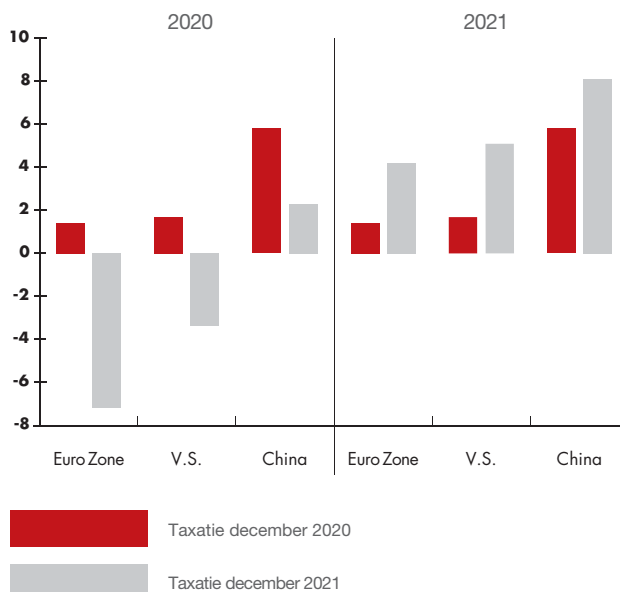
De coronacrisis is in eerste instantie een deflatoire schok. De vraagzijde van de economie staat onder druk. De beheersingsmaatregelen, zoals de contactbeperkende maatregelen, en de toegenomen onzekerheid zorgden voor een daling van de bestedingen. Deze vraagtuitval heeft een deflatoir effect. Daarnaast zorgt de oplopende werkloosheid voor neerwaartse druk op inflatie. Deze is in de eurozone gedaald tot onder de 0% mede door de daling van de energieprijzen. Echter de kerninflatie, waarbij energie- en voedselmiddelenprijzen buiten beschouwing worden gelaten, is in historisch perspectief eveneens laag.

Beleidsmakers trekken alles uit de kast

Beleidsmakers namen ongekende maatregelen om de negatieve effecten van de coronacrisis te bestrijden. Overheden gaven garanties af, zorgden voor uitkeringen en introduceerden diverse stimuleringspakketten. Wereldwijd bedroegen de begrotingsstimulansen circa 7% à 8% van het bruto binnenlands product. Ook centrale banken trokken alles uit de kast. De Fed verlaagde de beleidsrente naar nagenoeg 0%, begon op grote schaal een breed scala aan obligaties op te kopen en nam nog diverse andere noodmaatregelen. De ECB liet het rentewapen ongemoeid, maar introduceerde het pandemic emergency purchase programme (PEPP). Dit is een opkoopprogramma voor

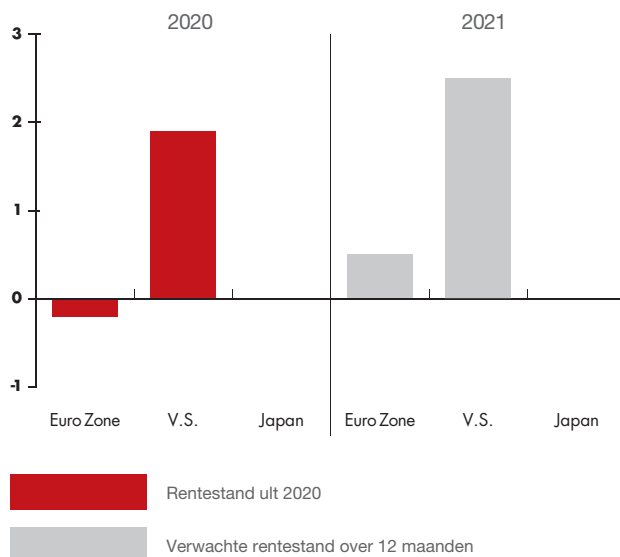
staats- en bedrijfsobligaties. Het programma bedroeg in totaal € 1.850 miljard, meer dan 15% van de eurozone-economie. Ook andere centrale banken elders ter wereld kochten op grote schaal beleggingen op.

VERWACHTING ECONOMISCHE GROEI (%)



Bron: Consensus Economics

KAPITAALMARKTRENTRE (%)



Bron: Consensus Economics

ONTWIKKELING EFFECTENBEURZEN

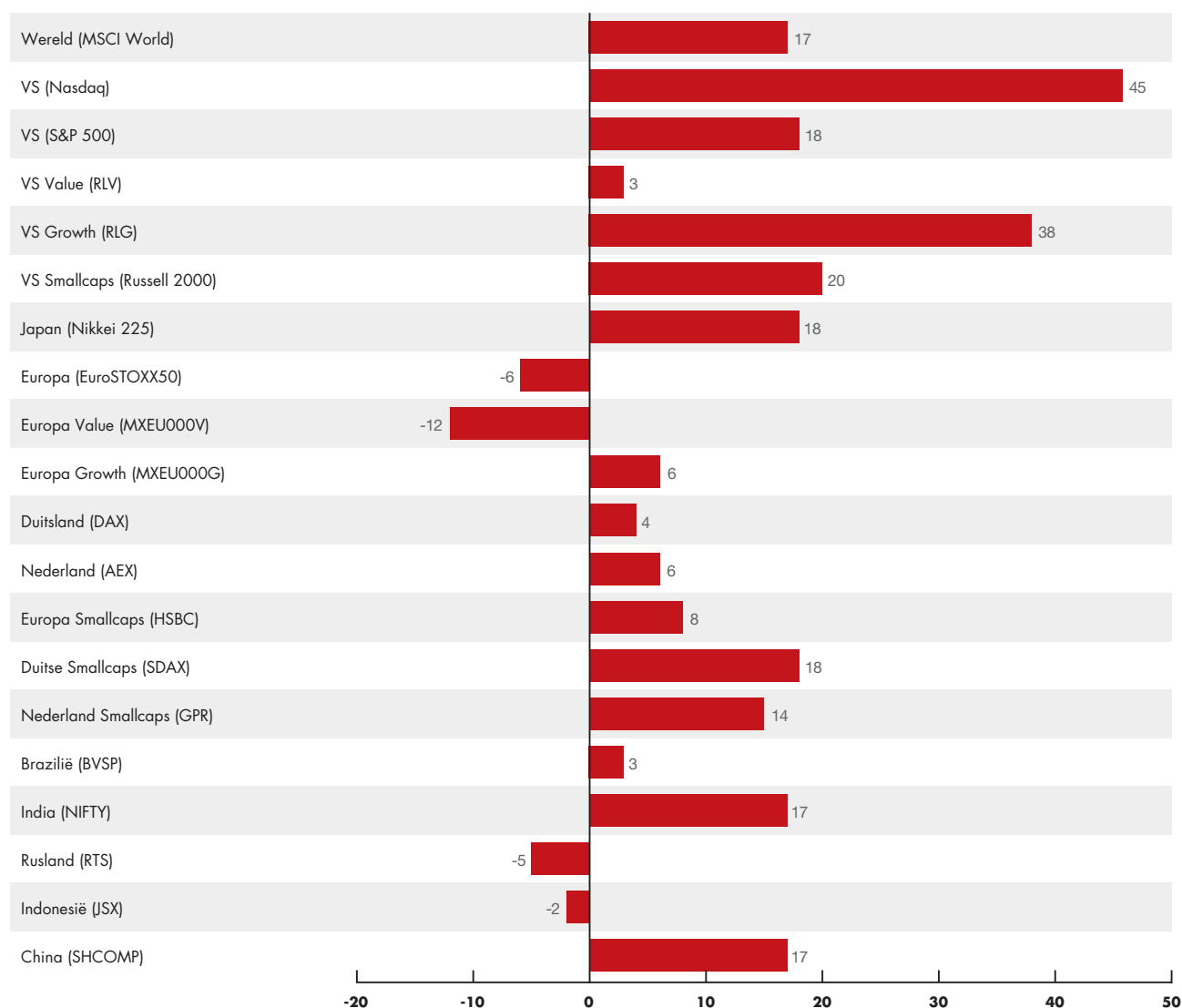
Beurzen kelderden zelden zo hard...

In het eerste kwartaal, vanaf het moment dat het coronavirus wereldwijd toesloeg, verloren beleggers het vertrouwen en klapten de prijzen van risicovolle beleggingen in elkaar. De volatiliteit liep fors op. De wereldwijde aandelenmarkt verloor binnen een maand een derde van haar waarde. Risico-opslagen van kredietobligaties en perifere eurolanden liepen fors uit. De olieprijs duikelde omlaag na de

enorme vraaguitval als gevolg van het stilleggen van het openbare leven en grote delen van de economie. De prijs van de Amerikaanse olievariant WTI werd in april zelfs even negatief. De kapitaalmarktrentes van de kredietwaardige landen daalden, vooral in de Verenigde Staten. De Duitse en Nederlandse kapitaalmarktrentes waren al historisch laag, waardoor de ruimte voor een verdere daling daar beperkt bleek.

RENDEMENT AANDELENINDICES

Periode 31/12/2019 - 31/12/2020, in lokale valuta (in %)



Allen op herbeleggingsbasis

Bron: Bloomberg

...maar herstelden zich sterk

Nadat monetaire autoriteiten fors ingrepen, herstelden de financiële markten. Aandelenmarkten veerden op en risico-opslagen op obligaties verminderden. De rest van het jaar was sprake van een overwegend positief sentiment. De vloedgolf aan liquiditeit en de waarschijnlijkheid van langdurig lage renteniveaus waren belangrijke oorzaken hiervan. Aanvullend droeg het uitzicht op economisch herstel bij aan de herstelrally van risicovolle beleggingen. Het bekend worden van de goede testresultaten van de verschillende coronavaccins en de vooruitzichten op een snelle implementatie van het vaccinatieprogramma ondersteunde dat verder. Rentenniveaus bleven laag, ondanks het 'risk on' sentiment. Centrale banken gaven expliciet aan de beleidsrentes voor langere tijd laag te houden en via de opkoopprogramma's worden de lange rentes gedrukt.

Overige gebeurtenissen naar de achtergrond

De coronacrisis verdrong andere gebeurtenissen naar de achtergrond. Joe Biden won de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november. De overwinning was minder groot dan verwacht en de verdeeldheid in de Amerikaanse samenleving blijft groot. In Europa sleepten de onderhandelingen over een handelsakkoord tussen de Europese Unie en het Verenigd Koninkrijk zich voort. Het Verenigd Koninkrijk heeft op 31 januari 2019 de Europese Unie verlaten. Tot en met 31 december 2020 gold een overgangperiode. Pas de dag voor Kerst werd een handelsakkoord overeengekomen. In 2020 speelden ook de nodige geopolitieke strubbelingen. De relatie tussen de Verenigde Staten en China stond onder druk, mede door de invoering van de Chinese veiligheidswet in Hongkong.

Technologie drijft aandelenmarkten

Het positieve totaalrendement van de beleggingscategorie aandelen maskeert grote onderliggende verschillen. De sectoren die hard geraakt zijn door de coronacrisis staan op fors verlies, zoals de energiesector. De sectoren die profiteerden van de coronacrisis, vooral technologie-aandelen, sloten het jaar met forse winsten af. Vooral de grote tech-aandelen, zoals bijvoorbeeld Apple, trokken de kar. Deze aandelen hebben een groot gewicht in de brede aandelenindices waardoor deze in de plus eindigden. De onderliggende sectorrendementen zorgden ook voor grote verschillen in factorrendementen. De factor Waarde ('Value') bleef fors achter bij de factor Groei ('Growth'). Aandelenmarkten uit de Verenigde Staten en Azië (o.a. China,

Korea, Taiwan) presteerden het beste. Ook hier speelde de onderliggende sectorverdeling een belangrijke rol. De Europese aandelenmarkten bleven achter bij de rest.

Kapitaalmarktrentes naar nieuwe dieptepunten

De totaalrendementen op alle eurostaatsobligaties waren positief. De Duitse kapitaalmarktrente daalde van -0,19% naar -0,57%. De korte rentes waren al laag en bleven laag. Door de maatregelen van beleidsmakers daalden de risico-opslagen van de perifere landen. Het PEPP van de ECB drukt de kapitaalmarktrentes en door het nieuwe Europese Herstelfonds zijn de zorgen over een euro break-up afgenomen. De kapitaalmarktrentes daalden zelfs tot nieuwe laagterecords. De Portugese en Spaanse 10-jaarsrente daalden naar 0%. De Amerikaanse rentes daalden over de hele linie. De korte rentes daalden naar 0% en de 10-jaarsrente dook onder de 1%.

Euro stijgt in waarde

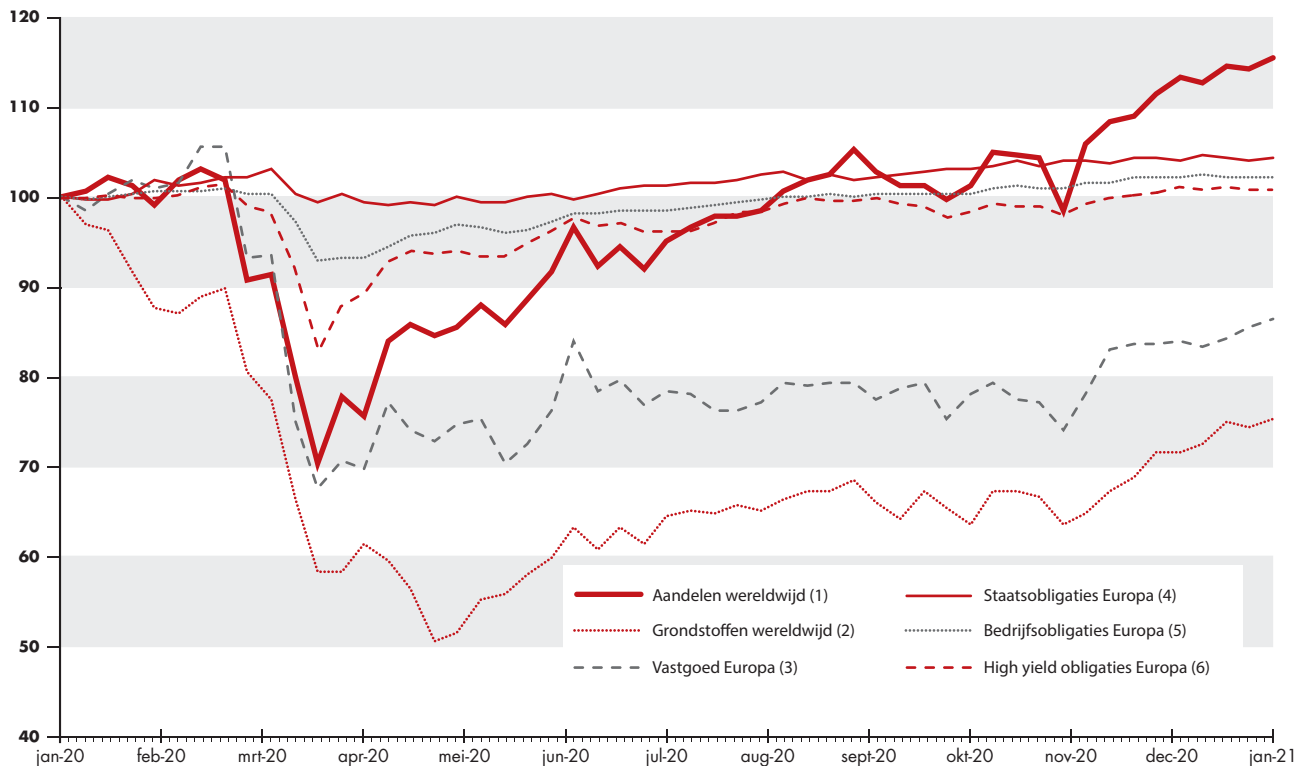
De euro steeg per saldo in waarde ten opzichte van andere belangrijke valuta's. Tijdens het hoogtepunt van de coronacrisis in het eerste kwartaal, stond de euro onder druk en profiteerde de Amerikaanse dollar van de vlucht van beleggers naar veiligheid. De Amerikaanse dollar verzwakte vervolgens echter, nadat de Amerikaanse centrale bank relatief hard ingreep. Het rentevoordeel dat de 'Greenback' ondersteunde, verviel hierdoor. Ook de sterk oplopende Amerikaanse staatsschuld zorgt voor druk op de Amerikaanse dollar. De euro profiteerde ook van het Europese Herstelfonds waardoor de kans op een uiteenvallen van de eurozone afnam. Eind 2019 leverde iedere euro nog \$ 1,12 op, terwijl dat eind 2020 \$ 1,22 was. Daarmee won de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar 9%. Het Britse pond bleef speelbal van de Brexit-onderhandelingen. Per saldo daalde de Britse munt ten opzichte van de euro.

Olieprijs incasseert grote klap

De beleggingscategorie Grondstoffen kreeg in 2020 flinke klappen. Deze relatief grote negatieve uitslag is vooral toe te schrijven aan de energie-gerelateerde grondstoffen. De olieprijs kreeg een enorm optater. Per saldo daalde de prijs van een vat Brent olie met bijna 25% van \$ 69 naar circa \$ 52. De prijs van goud, veelal een vluchthaven in turbulente tijden, liep in 2020 sterk op. De stijging beliep circa 25% naar een niveau van circa \$1.900 per troy ounce. Ondanks alle hectiek was het jaar 2020 achteraf bezien nog niet eens zo'n slecht beursjaar.

AANDELEN VS ANDERE BELEGINGS-CATEGORIEËN

(periode 31/12/2019 - 31/12/2020) 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 herbelegingsbasis | 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.

PORTEFEUILLESTRUCTUUR EN INVESTERINGSBELEID

Monolith is het jaar begonnen met een netto vermogenswaarde van circa € 68 mln., waarbij er een kaspositie was van circa 3%. De stortingen en onttrekkingen op de transactiedagen in de verslagperiode resulteerden per saldo in vermindering van € 18,6 mln. in het kapitaal.

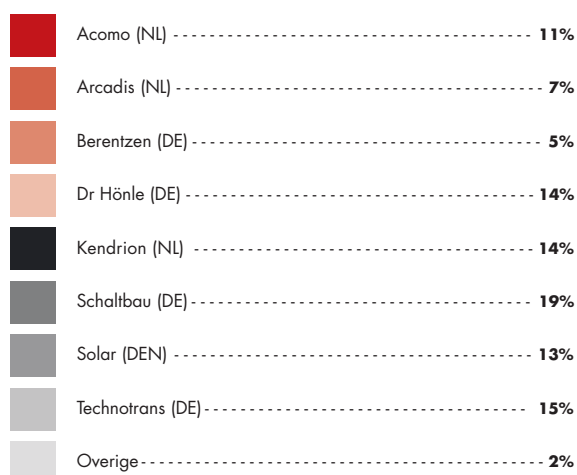
Op 31 december 2020 had Monolith negen investeringen in portefeuille en is daarmee, conform de doelstelling, als sterk geconcentreerd aan te merken. Verreweg de belangrijkste verkoopopbrengsten van het verslagjaar werden gerealiseerd door de verdere gedeeltelijke afbouw van de positie in Dr. Hönle en het terugdringen van het portefeuillegewicht van Schaltbau. Geleidelijk en gedurende het gehele boekjaar werd voor een tegenwaarde van circa € 7,3 mln. respectievelijk € 6,6 mln. aan aandelen verkocht. Als gevolg van de genoemde verkopen daalde het portefeuillegewicht van Schaltbau van circa 27% ultimo 2019 naar circa 19% aan het einde van de verslagperiode. Met dit gewicht neemt Schaltbau nog steeds de nummer één positie in de portefeuille in. Overigens werd met deze verkopen de 5%-grens in het aandelenkapitaal van de onderneming neerwaarts doorbroken. Vanuit fiscale optiek eindigt de driejaarsperiode waarin de zogenaamde aflopende deelnemingsvrijstelling geldt voor deze onderneming in april 2023. Tot die tijd zijn de koerswinsten en dividenden ten aanzien van Schaltbau onbelast. Het portefeuillegewicht

van Dr. Hönle daalde van 17,5% naar 13,5% en neemt daarmee evengoed nog steeds een relatief belangrijke plaats in. In geval van deze investering heeft Monolith via de eerdergenoemde aflopende deelnemingsvrijstelling tot september 2022 recht op onbelaste koerswinsten en dividenden. De positie in Kendrion werd met circa € 3 mln. afgebouwd. Ultimo 2019 was deze onderneming met een portefeuillegewicht van circa 20% de nummer twee van de portefeuille. Eind 2020 kwam het gewicht van deze onderneming uit op circa 14% en bezette daarmee de vierde plaats. Masterflex werd geheel uit de portefeuille verwijderd. De verkoopopbrengst beliep € 2,2 mln. Bij Acomo, Berentzen en Solar zijn de posities afgeschaafd en kwam er opgeteld € 4,8 mln. aan contanten vrij. In het aandeel Acomo werd gedurende het jaar overigens beide kanten op bewogen. Zo is er onder andere meegedaan aan de kapitaalverhoging die Acomo doorvoerde in verband met de acquisitie van Tradin Organic.

De totale opbrengsten uit verkopen van per saldo circa € 24 mln. werden voornamelijk gebruikt om aandelen van het fonds in te kopen. Er werd voor circa € 8 mln. geïnvesteerd in drie nieuwe namen. Het grootst was de aankoop in Technotrans, gevolgd door Arcadis. Tevens is een aanvang gemaakt met de opbouw van een kleinere Duitse positie.

MONOLITH: VERDELING VAN DE AANDELENPORTEFEUILLE

(per 31/12/2020)



Bovenstaande portefeuillemutaties hebben er toe geleid dat het gewicht van de (aflopende) fiscale deelnemingen in het afgelopen jaar is afgenomen. Dit is een bewuste keuze geweest om zo meer spreiding aan te brengen in de portefeuille en het liquiditeitsprofiel van het fonds te verbeteren. Dit om in te spelen op ingediende onttrekkingen, maar nog meer met het oog op de escalatie van de Coronapandemie en het gevolg voor de aandelenkoersen (vanaf begin maart). In overleg met onze Raad van Advies is daarom besloten om in het beleggingsbeleid de voorkeur te geven aan liquiditeit boven fiscaliteit. Dit met het oog op het belang van onze aandeelhouders. Immers mocht deze pandemie bij onze aandeelhouders tot paniek of een grote liquiditeitsbehoefte leiden, dan hadden we een beleggingsportefeuille die daar beter op inspeelde. Uitvloeisel van dit beleid was wel dat het gewicht van de effectenposities in onze portefeuille is toegenomen. Als gevolg van dit toegenomen gewicht van de effectenposities, die geen gebruik kunnen maken van de deelnemingsvrijstelling, is er dit jaar een belastingschuld gereserveerd over dat effecten-deel van de portefeuille waarmee in met name de laatste twee maanden van het jaar forse koerswinsten werden behaald. Dat is op zich jammer, maar uiteindelijk geeft een ieder de voorkeur aan belaste koerswinst boven compensabel verlies. Per jaar-ultimo was als gevolg van het toegenomen gewicht van de effectenpositie de fiscaliteit niet optimaal. In de nabije toekomst is dit, nu de rust in de financiële wereld wat is teruggekeerd, weer relatief snel te wijzigen door het gewicht van de deelnemingen in de portefeuille weer te laten toenemen. Met die beweging waren wij ook al gestart door onze positie in nieuwkomer Technotrans flink uit te breiden in de maanden oktober en november. Echter medio november hadden we nog net niet de 5% grens bereikt, die recht geeft op deelnemingsvrijstelling, toen de beurskoers

ineens explodeerde. Daarop is het aankoopprogramma stilgelegd. Technotrans is de huidige nummer twee in de portefeuille maar telt nog wel mee onder de kop effectenposities. Verreweg het grootste deel van de latente belastingschuld komt voort uit deze investering.

De fiscale deelnemingen (dus inclusief aflopende deelnemingen) vertegenwoordigen circa 53% van de portefeuille. Dit betreft: Berentzen, Dr. Hönle, Kendrion, en Schaltbau. Naast de vier genoemde deelnemingen worden er nog posities aangehouden in Acomo, Arcadis, Solar, Technotrans en een kleinere positie. Terugkijkend hebben we dan een beetje 'pech' gehad dat het terugdraaien van de portefeuille naar een hoger gewicht van de fiscale deelnemingen, in de wielen is gereden door een koerssprong van Technotrans van meer dan 60% in de maand november 2020. Met iets meer geluk was de verdeling effecten – deelnemingen al heel anders geweest, veel meer richting het niveau van 75% deelnemingen en 25% effecten. Duitse, Nederlandse en Scandinavische ondernemingen maken 52%, 33% respectievelijk 13% van de portefeuille uit. Aan het einde van het jaar was er een debetpositie 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. 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.

Onderstaande tabel toont enkele karakteristieken van de Monolith portefeuille in vergelijking tot de indices MSCI Europe, VS en World op basis van taxaties voor 2020 en 2022.

KARAKTERISTIEKEN	MONOLITH	EUROPA	VS	WERELD
KOERS/WINSTVERHOUDING '20	41,1	49,5	29,7	33,2
KOERS/WINSTVERHOUDING '22	13,9	14,8	19,5	18,2
DIVIDENDRENDEMENT '20	2,4%	3,0%	1,6%	2,0%
WINSTGROEI '20 - '22	187%	225%	55%	83%

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

De koers-/winst-verhouding over 2020 van zowel de indices als de portefeuille is in absolute termen hoog. Dit is het gevolg van de gedepremerde bedrijfswinsten in het coronajaar. Eigenlijk is dat overal ter wereld waar te nemen, maar in Europa in het bijzonder. De zware en langdurige 'lockdown'-maatregelen drukken zwaar op de bedrijven in deze economische regio. Uitgaande van een normalisatie van de situatie, i.c. dat de gevaren van het coronavirus geweken zijn en daarom de beperkende overheidsmaatregelen opgeheven, zullen de bedrijfswinsten herstellen. Vandaar dat de koerswinst verhoudingen in 2022 een stuk lager liggen dan die in 2020. De koers-/winst-verhouding van Monolith ligt lager dan het marktgemiddelde van Europa en al helemaal in vergelijking tot de VS en Wereld. Tegelijkertijd ligt de winstgroei van de Monolith-portefeuille boven het marktgemiddelde van de Wereld, de VS en meer in lijn met Europa. De waardering van de portefeuille ziet er vis-a-vis het marktgemiddelde in de verschillende regio's dan ook 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. In het afgelopen jaar gold dit voor Acomo en Schaltbau. Daar beschikten wij kortstondig over koersgevoelige informatie en waren wij in die periode niet vrij om te handelen in het betreffende aandeel. In de verslagperiode hebben wij zo nu en dan vermeden deel te nemen aan gesprekken waarbij op voorhand door de onderneming werd aangegeven dat wij koersgevoelige informatie zouden gaan ontvangen. In het afgelopen jaar was er sprake van grote koersbewegingen en gaven wij er de voorkeur aan onze handen vrij te hebben om te kunnen handelen. Ten slotte, zoals gebruikelijk, waren er bij tijd en wijle uitgebreide gesprekken met ondernemingen met betrekking tot dusdanig gevoelige onderwerpen dat wij er veiligheidshalve voor kozen onze handel in deze aandelen te blokkeren als onderdeel van onze standaardprocedures.

Inzicht in onze (kandidaat)investeringen wordt voortdurend verbeterd...

Wij streven er in het algemeen 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 door gesprekken met het management van bedrijven, en het

bezoeken van bedrijven en conferenties. 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.

...waarbij de coronacrisis noopte tot een andere focus en tijdsbesteding.

In het afgelopen jaar is er vooral veel tijd besteed aan de gevolgen van de heersende coronacrisis voor de portefeuille-ondernemingen. Tegen de achtergrond van de enorme invloed die het coronavirus heeft, niet alleen op het sociale leven van een ieder, maar tegelijkertijd ook op het economische leven en de financiële markten, achtten wij het toen het meest zinvol om daarop in te zoomen. Er werd bijvoorbeeld snel voorbijgegaan aan de jaarprestaties van de bedrijven in 2019, die op dit moment wat minder relevant zijn. In maart vond er immers een versnellende ontwikkeling van de coronacrisis plaats en die veranderde destijds op dagelijkse basis. Steeds duidelijker werd dat het coronavirus een immense 'impact' op de gehele wereldeconomie heeft. Meer en meer winkels en fabrieken sluiten de deuren, hetzij vanwege overheidsmaatregelen, toenemend ziekteverzuim of een gebrek aan onderdelen. De omvang en abruptheid van de schok zouden een ongekend grote invloed hebben op bedrijven in het algemeen. Zowel ten aanzien van de resultaten, maar ook van de liquiditeitspositie en balansverhoudingen. Daarom is van ieder portfoliobedrijf een gedetailleerde analyse gemaakt van de genoemde risico's als gevolg van de heersende crisis. De onzekerheden waren groot en het was in maart/april dan ook bijzonder lastig om in te schatten in hoeverre bedrijven geraakt zouden gaan worden.

Dat bedrijven zelf op dat moment eenvoudigweg de gevolgen niet konden overzien bleek uit het feit dat zij bij bosjes hun eerder afgegeven prognose voor het lopende jaar introkken en tevens ook geen nieuwe vooruitzichten voor 2020 afgaven. Bij het inschatten van de winstontwikkeling van een onderneming is de centrale vraag welke operationele risico's aan de orde zijn. Deze zijn grofweg tweeledig. Ten eerste de invloed op de omzet. Hoe snel en hoe hard kan de omzet zakken? In welke sector is het bedrijf actief? Komt deze sector abrupt en volledig tot stilstand (zoals bij luchtvaart of horeca) of is de impact

gematigd(er) (zoals in de voedings- en drankenindustrie) of min of meer neutraal (zoals bij telecom en supermarkten)? Ten tweede hebben we gekeken naar de interne operationele risico's. Hoe flexibel is de kostenbasis? Wat zijn de 'supply chain'-risico's t.a.v. toeleveranciers en de beschikbaarheid van onderdelen? Wij hebben daarbij ook gekeken naar de prestaties van het bedrijf ten tijde van de Grote Financiële Crisis in 2008/2009.

Daarnaast hebben wij gekeken naar een ander groot bedrijfsrisico, nl liquiditeit. Deze zou immers bij een tot stilstand komende economie zeer snel gaan opdrogen. 'Cash is King' werd het motto. De belangrijkste korte termijn vraag die voor ons in maart en april speelde werd simpelweg teruggebracht tot de binaire vraag: "welke bedrijven zullen kunnen overleven en welke niet". Immers indien de onderneming in kwestie onvoldoende liquide middelen tot haar beschikking heeft om de crisis op te vangen volgt in het ergste geval acute geldnood en mogelijk faillissement. Dus de impact van dit risico kan enorm zijn. Daarbij gingen wij destijds uit van de basisveronderstelling dat het leven als gevolg van het virus een paar maanden plat zou liggen. Ten slotte is uitgebreid stil gestaan bij de balans en de schuldrisico's. Dit betreft de vraag of de onderneming in staat is om aan kredietconvenanten te (blijven) voldoen dan wel in staat zal zijn extra kredieten aan te trekken in het geval van liquiditeitsproblemen. Is de financiële 'leverage' (te) hoog? Wat zijn de risico's op liquiditeitsproblemen of bankproblemen? Daarbij is gekeken naar de balans- en schuldratio's per eind 2019 (solvabiliteit (het eigen vermogen als percentage van het balanstotaal), gearing (de netto schuld als percentage van het eigen vermogen), netto schuld/EBITDA-ratio). Daarnaast hebben we de exacte krediet-convenanten van uitstaande leningen gedetailleerd beoordeeld en een inschatting gemaakt van het risico dat daaraan niet zou kunnen worden voldaan. Voorts hebben wij beoordeeld of bij mogelijke materialisatie van dit risico de betreffende onderneming in staat zou moeten zijn om een zogenaamde 'waiver' van de banken te krijgen en wat de extra kosten daarvan zouden zijn. Banken zullen in het geval van een doorbreken van convenanten kijken naar de kwaliteit van de historische winst en vrijkasstroom. Immers, daarmee zal het bedrijf uiteindelijk de schuld moeten gaan aflossen. Daarbij helpt het uiteraard ook indien de solvabiliteit van de onderneming goed is en de bestaande schuldratio's niet te hoog zijn. Voor aandeelhouders is deze balansanalyse vanzelfsprekend belangrijk, omdat het risico

bestaat dat de bank alleen de helpende hand toesteeft indien de aandeelhouder de grootste risico's op zich neemt. De aandeelhouder zal dus mogelijk gedwongen worden een sterk verwaterende aandelenemissie te accepteren om de boel te redden of anders dreigt in het ergste geval zelfs faillissement. Vandaar dat wij ook bij de analyse terzake de nadruk hebben gelegd op wat een bedrijf (in normale omstandigheden) aan vrijkasstroom genereert. Als dat op orde is, zo was onze verwachting, zullen banken niet heel streng zijn bij liquiditeits- of balansproblemen. Uit bovenstaande in maart en april gemaakte analyse kwam naar voren dat er bij geen van de portefeuille-ondernemingen grote faillissementsrisico's bestonden. Er was geen onderneming die van de ene op de andere dag alle omzet is verloren. Wel vielen er enkele wat dat betreft in de hoge risico-categorie. Bij Schaltbau constateerden wij, als gevolg van de kostenstructuur wel een behoorlijke operationele leverage, wat door de toegediende coronaschok dan de verkeerde kant op werkt. Het portefeuillegewicht van deze onderneming is in het verslagjaar behoorlijk teruggebracht. Voor wat betreft de balans- en liquiditeitsrisico's zouden de meeste bedrijven in portefeuille de huidige stresstest wel moeten doorstaan. Al met al was destijds onze inschatting dat de kans op het overleven van de portefeuille-bedrijven zeer groot was. Tevens beoordeelden wij het risico op sterk verwaterende aandelenemissies als laag. Binnen de portefeuille-ondernemingen was bij Kendrion en Masterflex het balansrisico het grootst. Met de overname van INTORQ begin 2020 was de schuldpositie bij Kendrion behoorlijk toegenomen. Als gevolg van de uitkomsten van bovenstaande analyse is besloten de positie in Kendrion behoorlijk terug te brengen. Bij Masterflex was de kasstroom in afgelopen jaren beperkt als gevolg van margedruk, hoge investeringen en matig werkkapitaalbeheer. De schuldpositie was hierdoor eind 2019 al relatief hoog. De netto schuld / EBITDA bedroeg 2,5x tegen het bankconvenant van 3,0x. Dit bood het management maar weinig manoeuvreerruimte in geval de winstgevendheid onder druk zou komen. Masterflex had daarom naar onze mening een onaanvaardbaar hoger risicoprofiel gekregen en is geheel uit de portefeuille verwijderd. Op bovenstaande keuzes en transacties wordt elders in dit verslag nog een nadere toelichting gegeven. Zoals in het vorige jaarverslag over 2019 aangegeven in de paragraaf "Investeringsstrategie", zijn er verbeteringen aangebracht in delen van onze werkwijze. Doordat onder andere in de ondersteunende documentatie voor de ver-

gaderingen met de Raad van Advies meer diepgang was aangebracht, op zowel portefeuilleniveau als ook op het niveau van individuele portefeuilleondernemingen, konden via dit nieuwe ‘dashboard’ ontwikkelingen beter worden ingeschat. Dit kwam de snelheid in besluitvorming in deze vergaderingen, die nodig was als gevolg van de coronaschok, ten goede. Daarnaast waren er inmiddels ook verbeteringen doorgevoerd in de voorbereidende documentatie ter bespreking van een investeringskandidaat die naar voren wordt gebracht vanuit de zogenaamde ‘shortlist’. Hierdoor kwamen nieuwe kandidaten sneller in portefeuille. Tezamen met de Raad van Advies is besloten Technotrans en Arcadis op te nemen in de portefeuille. Beiden namen tegen het einde van de verslagperiode een belangrijke portefeuillepositie in. Naast het feit dat veel tijd die is besteed aan het in kaart brengen van de risico’s bij portefeuille-ondernemingen volgend uit de coronaschok is er veel aandacht besteed aan de kansen op een herstel bij die ondernemingen, in geval de situatie, rondom het coronavirus en de bijbehorende (lockdown-)maatregelen, zou gaan normaliseren. Daarenboven is er tijd besteed aan het (waar nodig) begeleiden van de ondernemingen die reeds langer in de portefeuille waren opgenomen. Vanwege de aanhoudende turbulentie in het verslagjaar was dat deze keer beduidend minder dan normaal gesproken. Het overgrote deel van de interventie-inspanningen waren (opnieuw) gericht op Schaltbau. Onze interventie-inspanningen zijn daar onverminderd intensief geweest. Ten behoeve van het werk dat hieruit voortvloeide is, tezamen met de overige leden uit het consortium externe expertise ingehuurd.

Een onderwerp dat ook nog enige toelichting behoeft betreft het investeringsuniversum zoals wij dat hebben gehanteerd in de verslagperiode. Normaalgesproken 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. In de verslagperiode hebben wij met betrekking tot de portefeuille niet alleen moeten inspelen op onttrekkingen. De escalatie van de Coronapandemie en de impact daarvan op marktomstandigheden en aandelenkoersen (vanaf begin maart) heeft ons (in overleg met de Raad van Advies) doen besluiten om in het beleggingsbeleid de voorkeur te geven aan liquiditeit boven fiscaliteit. Gegeven de uitzonderlijke omstandigheden

waarin wij dienden te opereren, hebben wij medio 2020 ook een aantal grotere smallcaps, met een beurswaarde tussen € 500 en € 1.500 mln. op de shortlist geplaatst en gedetailleerd onder de loep genomen. Na deze exercitie is Arcadis geselecteerd voor opname in de portefeuille. Vervolgens is in het laatste kwartaal van het verslagjaar - in samenhang met het toegenomen gewicht van de effecten in portefeuille - samen met de Raad van Advies langer stilgestaan bij de eventuele noodzaak om het fonds weer meer terug naar microcaps te sturen. Een screening van het universum in de Benelux en Duitsland, met een focus op het market-cap bereik van € 50 tot 180 mln., een ‘free float’ van ten minste 50% en een behoorlijke dagelijkse verhandelbaarheid, resulteerde in een lijst van iets meer dan 40 investeerbare namen. Daarmee is er dus een voldoende ruim ‘investable universe’ voor het fonds om op korte termijn met de toevoeging van één of twee namen uit dit universum aan de bestaande portefeuille, ten laste van de effectenposities, het gewicht van de deelnemingen theoretisch gezien snel weer te verhogen. Op dit moment is als gevolg van het toegenomen gewicht van de effectenpositie de fiscaliteit zoals eerder aangegeven niet optimaal. Gelukkig lijken de marktomstandigheden te verbeteren en is de rust op de financiële markten wat teruggekeerd. Als dat zo blijft is het ook verstandig om relatief snel het gewicht van de deelnemingen in de portefeuille weer te laten toenemen. Het ligt het meest voor de hand om de huidige positie in Technotrans uit te breiden. Met een beurswaarde van circa € 120 mln en een redelijke liquiditeit lijkt een deelneming haalbaar.

“Global Compact” principes

Maatschappelijk verantwoord ondernemen neemt in zijn algemeenheid een steeds belangrijkere plaats in. Zo ook in de beleggingswereld. Monolith volgt in het algemeen een streng proces om ondernemingen te selecteren voor opname in de portefeuille. Monolith wil tevens graag een bijdrage leveren aan een betere maatschappij en is van mening dat het behaalde rendement op een verantwoorde wijze tot stand moet komen, waarbij er voldoende aandacht is voor ten minste drie gebieden: milieu, maatschappij en goed ondernemingsbestuur, ook wel aangeduid als ESG-factoren (environmental, social and governance). Monolith is ervan overtuigd dat het volgen van een verantwoord investeringsbeleid geen negatieve impact heeft op het risico- en rendementsprofiel van de geselecteerde onder-

nemingen 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 opper-

vlakte te brengen. Ten aanzien van de ontwikkelingen of veranderingen die plaats (moeten) vinden, speelt Monolith als (grotere) 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. Zoals eerder in dit verslag aangegeven is er dit jaar aanmerkelijk minder tijd besteed aan dit onderdeel van onze werkwijze als gevolg van de voortdurende turbulentie op de financiële markten. Als gevolg daarvan had dit minder prioriteit voor ons. Bij de ondernemingen in portefeuille lag de focus nadrukkelijk op de korte termijn noodzaak samenhangend met de noodzaak om snel te schakelen door de coronacrisis en even veel minder op de (beoogde) lange termijn veranderingen. In de verslagperiode hebben wij ons, voor wat betreft het onderwerp van actief aandeelhouderschap, vooral bezig gehouden met Berentzen, Dr Hönle en Schaltbau. Hieronder beschrijven wij per onderneming kort wat onze inspanningen zijn geweest alsmede de resultaten daarvan.

Berentzen

Monolith heeft haar invloed als aandeelhouder van Berentzen in de afgelopen jaren voornamelijk uitgeoefend door middel van haar posities in de RvC van Berentzen. In het afgelopen jaar heeft Daan van Vlaardingen besloten bij de aandeelhoudersvergadering van 2020 terug te treden als RvC lid. Dit omdat de belangrijkste doelstellingen van de beoogde veranderingen van de aansturing van de onderneming, zoals die ons voor ogen stonden ten tijde van het aangaan van de investering, gerealiseerd waren.

Sinds dat Monolith in 2016 als referentie-aandeelhouder bij Berentzen aan boord kwam is de samenstelling van de RvC van Berentzen één van de belangrijke onderwerpen geweest. Destijds bestond de RvC uit negen leden, waarvan drie (zoals wettelijk verplicht in Duitsland), gekozen door de werknemers en zes vertegenwoordigers van de aandeelhouders. In 2016 trad Daan van Vlaardingen namens aandeelhouder Monolith toe. In 2017 werden vier van de vijf commissarissen die waren gelieerd aan voormalig groot-aandeelhouder Aurelius vervangen en werd afgesproken

dat de voorzitter nog een jaar zou aanbleven. Dit was destijds de eerste grote stap naar een normalisatie van de RvC terwijl tegelijkertijd de continuïteit bleef gewaarborgd. In hetzelfde jaar is ook het vergoedingspakket voor de RvC aangepast naar een marktconform niveau om zo meer hoogwaardige kandidaten te kunnen aantrekken. In 2018 werd in Uwe Bergheim een uitstekende nieuwe voorzitter van de RvC gevonden. In de AvA van dat jaar werd hij tevens als opvolger van de toenmalige voorzitter Gert Purkert benoemd. Dat was een tweede belangrijke stap in het transitieproces naar een genormaliseerde RvC. Het sluitstuk betrof in 2019 het terugbrengen van het aantal leden van de RvC van 9 naar 6. Dit om de daadkracht in de RvC te verhogen en een efficiëntere aansturing van de onderneming mogelijk te maken. Het transitieproces naar een kwalitatief hoogwaardige en besluitvaardige RvC werd daarmee na circa 3 jaar afgerond. Dit gebeurde in geleidelijkheid zodat de continuïteit van de RvC geen moment in gevaar is geweest. Daarmee was ook het natuurlijke moment in de tijd gekomen voor Daan van Vlaardingen om afscheid te nemen. In 2020 is er vanzelfsprekend zorgvuldig aandacht besteed aan het vinden van een opvolger voor hem. Die is uiteindelijk gevonden in mevrouw Dagmar Bottenbruch. Zij wordt aan de RvC toegevoegd als kapitaalmarktexpert. In het verleden werkte zij vele jaren in leidende functies zoals onder andere als aandelenanaliste, in Investor Relations en Investment Banking. De benoeming van mevrouw Dagmar Bottenbruch hebben wij, op de - als gevolg van de heersende coronamaatregelen bij uitzondering geheel virtueel gehouden - AvA, dan ook ondersteund.

Dr Hönle

Bij Dr Hönle staat de jaarvergadering traditioneel vroeg in het jaar op de agenda vanwege het gebroken boekjaar dat loopt tot eind september. In aanloop naar deze vergadering bleek dat de RvC voornemens was een vierde lid toe te voegen. Over deze kwestie hebben we veelvuldig gesproken met de ondernemingsleiding en dan vooral met oprichter en voorzitter van de RvC Karl Hönle. Op zich was het voorstel om de RvC uit te breiden naar onze mening een goed idee om zo meer expertise binnen te halen op een aantal vlakken waar die naar onze mening ontbreken of verbeterd kunnen worden. Om te kunnen beoordelen of de voorgestelde kandidaat mevrouw Katharina Wiedemann daar in onze ogen invulling aan zou kunnen geven hebben

wij met haar een kennismakingsgesprek gehad. Ook al had zij zeker wel behoorlijk wat relevante kennis en ervaring, dat lag helaas niet op de vlakken waar wij naar op zoek waren en hebben wij aangegeven haar voordracht niet te kunnen steunen. Klaarblijkelijk waren er ook anderen die dezelfde mening waren toegedaan en is de kandidatuur van mevrouw Wiedemann teruggetrokken. Aan de voorzitter van de RvC is voorgesteld samen met grootaandeelhouders een profiel op te stellen en vervolgens een professioneel selectieproces in gang te zetten.

Schaltbau

Bij de nummer één in de portefeuille opereerden wij in de afgelopen jaren intensief samen 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 hielden wij bijna 30% in de aandelen van Schaltbau. Op deze wijze hebben wij steeds Schaltbau gezamenlijk begeleid naar rustiger vaarwater, nadat de onderneming enkele jaren geleden in de problemen was gekomen, door onder meer als klankbord te functioneren, voorstellen te doen voor de personele samenstelling van de RvC en betrokken te zijn bij de samenstelling van de directie. In het verslagjaar is er opnieuw veelvuldig overleg gevoerd binnen ons consortium en tevens met de directie en RvC van Schaltbau. Logischerwijs was dat dit jaar, vanwege de coronaperikelen, vooral virtueel. Over de meeste onderwerpen kon het consortium het eens worden met de ondernemingsleiding. Over één onderwerp kon geen overeenstemming worden bereikt. De onderneming hield vast aan de wens om het aandelenkapitaal te mogen verhogen met 25%, zelfs met uitsluiting van voorkeursrechten op de inschrijving. Ondanks lange discussie nam de ondernemingsleiding toch het besluit dit op de agenda te zetten bij de AvA. Het consortium had tijdens de gesprekken verschillende malen aangegeven liever een voorstel te zien met een kleinere kapitaalsomvang, waarbij tevens het normale voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders van toepassing zou zijn. De argumentatie daarvoor ligt voor de hand. Immers, waarom zou het consortium op voorhand een kapitaalverhoging van maar liefst 25% toestaan aan een onderneming die net uit een herstructureringsfase komt en dat dan ook nog eens in

deze lastige tijden. Een kleinere omvang, van bijvoorbeeld 10%, was nog voorstelbaar geweest. Ten aanzien van de potentiële verwatering als gevolg van de uitsluiting van de voorkeursrechten, willen wij graag zelf de keuze houden om al dan niet te kiezen voor verwatering van ons aandelenpakket, zeker wanneer het een dergelijke (potentieel) grote kapitaalverhoging betreft. Het consortium heeft met haar kapitaalbelang van bijna 30% dan ook tegengestemd en daarmee het voorstel van de onderneming geblokkeerd. In oktober heeft Monolith het genoemde consortium verlaten. Een belangrijke reden daarvoor is dat het overgrote deel van de gestelde doelstellingen is bereikt. De onderneming is uit de verliessituatie gedraaid, de balans is gestabiliseerd, er zijn nieuwe kredietvoorwaarden afgesproken met banken, de RvC is opnieuw en naar tevredenheid ingericht en tenslotte is er een nieuwe CEO aangesteld. In onze ogen is de onderneming daarmee goed opgesteld om de toekomst in te gaan. Een andere belangrijke reden is dat het bij Schaltbau, door de intensieve betrokkenheid, in de afgelopen jaren veelvuldig voorkwam dat wij in een langdurige ‘stop-trade’ zaten. Als gevolg van het feit dat wij dan koersgevoelige informatie bezaten konden we soms maandenlang niet handelen in de aandelen van Schaltbau. Gegeven de turbulentie op de aandelenbeurzen en de wens om het grote gewicht van deze nummer een in de portefeuille toch wat terug te kunnen dringen wilden wij voorkomen lang geblokkeerd te zijn.

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 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 problematieken 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.

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, waarin nu bovendien de gevolgen van de coronapandemie het beeld vertroebelen. 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
DIVIDENDEDEKKING	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
LIQUIDITEIT	De mate waarin de onderneming in staat is, op korte(re) termijn, aan haar betalingsverplichtingen te voldoen: Beschikbare kasmiddelen, kredietfaciliteiten en soms ook vlottende activa afgezet tegenover lopende kosten en/of aflossingsverplichtingen.
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

NATUURLIJK BIOLOGISCH

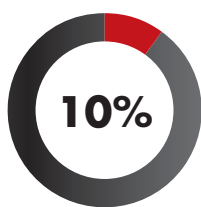
Net als in 2019 stevent Amsterdam Commodities (Acom) in 2020 af op een stabiel tot licht groeiend onderliggend resultaat. Gezien COVID-19 en de enorme volatiliteit tussen en binnen de segmenten is dat een uitstekende prestatie. Tegen het eind van het jaar kondigde Acom eindelijk de grote acquisitie aan waar menigeen al heel lang op zat te wachten. Het bedrijf Tradin is eveneens handelaar in zogenaamde 'soft commodities', maar dan uitsluitend in de interessante en sneller groeiende biologische markt. Omdat Tradin circa 50% toevoegt aan de operationele winst van Acom kan gerust gesproken worden over een mooie, transformationele deal.

De impact van corona op de segmenten van Acom varieerde sterk. Sommige realiseerden groei als gevolg van de toegenomen vraag vanuit de voedingsmiddelenindustrie en de retailsector. Dat was vooral het geval bij Catz, de belangrijkste dochter binnen het segment Specerijen & Noten. Ook de vogelzaaddivisie, belangrijk onderdeel binnen de divisie Eetbare Zaden, realiseerde een sterke stijging in het resultaat, ongetwijfeld het gevolg van het wereldwijde 'Blijf zoveel mogelijk thuis'-beleid en de resulterende aandacht voor huis & tuin. Andere dochters, vooral diegene met een sterke exposure naar de sector foodservice / out-of-home, kregen een forse afname in de vraag voor de kiezen. Zo zag King Nuts de vraag naar noten vanuit de weekmarkten sterk afnemen. Ook de Amerikaanse dochter SunGold, binnen het segment Eetbare Zaden, zag de vraag

sterk afnemen, vanwege het feit dat een belangrijk deel van de snack-producten van SunGold normaal gesproken geconsumeerd wordt bij sportwedstrijden. Gezien al deze bewegende delen is het bijzonder knap dat Acom in 2020 weer een zeer degelijk resultaat weet te realiseren. Acom kondigde begin november de acquisitie van Tradin aan. Dit is een grote deal: Acom betaalt € 330 mln. voor Tradin t.o.v. de beurswaarde van Acom (voor de aankondiging) van c. € 470 mln. Net als Acom is Tradin een handelaar in zogenaamde 'soft commodities'. De productenportefeuille bestaat uit gedroogde goederen, fruit, cacao, oliën, koffie en sappen. Het verschil met Acom zelf ligt erin dat Tradin bijna uitsluitend handelt in biologische producten ('organic'). Deze markt groeit harder dan die van niet-biologische producten. Tradin beschikt niet alleen over de juiste inkoop-

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

ACOM	2017A	2018A	2019A	2020T	2021T	2022T
OMZET	709,7	700,2	701,4	713,1	1146,9	1169,8
EBITDA	52,1	50,4	55,6	55,6	90,0	93,9
EBIT	46,4	45,0	46,7	46,7	76,6	80,5
WPA	1,33	1,26	1,30	1,33	1,70	1,83
MARKTKAPITALISATIE	594	430	512	515	618	618
NETTOSCHULD	77	92	68	-30	265	216
KOERS-WINSTVERHOUDING	18,3	13,8	15,9	15,7	12,3	11,4
EV/EBITDA	12,8	10,3	10,4	8,7	9,8	8,9
DIVIDENDRENDEMENT	4,6%	5,7%	5,3%	1,9%	0,0%	5,3%
NETTOSCHULD / EBITDA	1,5	1,8	1,2	-0,5	2,9	2,3
ROI %	12,8%	11,5%	12,5%	12,4%	9,5%	9,9%

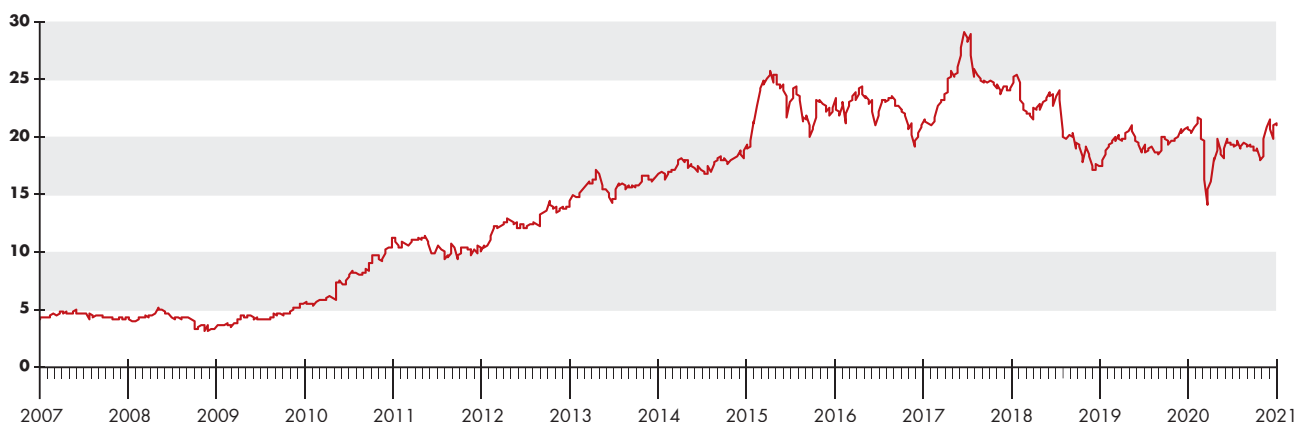


**VAN DE
PORTEFEUILLE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS ACOMO (koers per 31/12/2020: €20,90)



kennis van deze biologische producten, maar ook over de benodigde certificeringen. Het bedrijf is wereldwijd actief en behaalt 55% van zijn omzet uit Noord-Amerika en 40% uit Europa. Tradin zal na de acquisitie grotendeels zelfstandig blijven opereren, maar de samenwerking biedt ons inziens goede kansen op synergieën op het gebied van zowel inkoop- als verkoopkanalen.

Tradin zal in 2020 naar verwachting een operationele winst (EBITDA) genereren van 'meer dan € 30 mln.' en daarmee meer dan 50% toevoegen aan Acomó's operationeel resultaat. Acomó betaalt dus een multiple van c. 11x. Dit is iets hoger dan de multiple waarop Acomó

zelf handelde en is, gezien de beperkte kostensynergieën, op het eerste gezicht niet erg goedkoop. Toch denken wij dat de hogere verwachte groei van Tradin de prijs rechtvaardigt. Daarnaast zal de acquisitie grotendeels worden gefinancierd met (goedkoop) vreemd vermogen. Rekening houdend met een aandelenemissie van c. € 100 mln. zal de overname naar verwachting 30-40% toevoegen aan de winst per aandeel van Acomó. Ook zal (hopelijk) de liquiditeit van het aandeel verbeteren. Enig nadeel lijkt het feit dat Acomó de historisch aantrekkelijke dividenden tijdelijk stillegt en de kasstroom zal gebruiken om eerst de schuldratio's te verlichten.

Ondernemingsprofiel

- Handelaar in specerijen, gedroogd fruit, 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

Aanjagers

- Thee positie uitbouwen
- 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

MOOI ONTWIKKELD

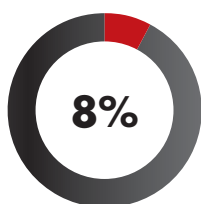
Arcadis is één van de nieuwe investeringen van 2020. Het aandeel was tijdens de coronacrisis onterecht hard afgestraft, terwijl wij dachten dat de werkzaamheden van Arcadis juist redelijk doorgang konden vinden door vanuit huis te werken én vonden dat het bedrijf de laatste tijd goede voortgang maakte met het verbeteren van de winstmarge en de vrijekasstroom. Beide zienswijzen bleken gedurende het jaar correct: Arcadis zal naar verwachting in het coronajaar 2020 een verbeterde winst laten zien. Daar bovenop kwam eind november de goed ontvangen Capital Markets Day, waarin het bedrijf o.a. de doelstelling voor de operationele winstmarge verhoogde van 8,5-9,5% naar 'meer dan 10%'.

De koers en waardering van Arcadis heeft de laatste jaren flink te lijden gehad onder een aantal problemen en uitdagingen. Na de overname van Hyder Consulting in 2015 en de agressieve groeistrategie van de vorige CEO lag de operationele winstmarge onder druk, liep het werkkapitaal op en leed dochter ALEN in Brazilië forse projectverliezen. De in 2017 aangetreden CEO Peter Oosterveer slaagde er ons inziens langzaam maar zeker in de problemen op te lossen. Hij bracht de focus terug op het maken van een goede marge op de vele individuele projecten onder de noemer 'Make every project count', trok zich terug uit een aantal landen waar Arcadis te weinig schaal had, verkocht ALEN en bracht het werkkapitaal weer onder controle. Vreemd genoeg bleven de oude

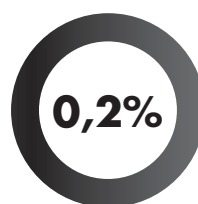
problemen nog lang boven de koers van Arcadis hangen en de coronacrisis deed daar nog een schepje bovenop. Hoewel Arcadis in een eerste reactie op COVID-19 zijn doelstellingen en het dividend voor 2020 introk, bleek in de loop van het jaar dat het bedrijf zich eigenlijk erg goed door de crisis heen wist te slaan. Het ingenieurs- en consultantswerk leent zich uitstekend voor thuiswerken en de vaak langlopende aard van projecten waarborgt een zekere mate van continuïteit. Daarnaast bespaart Arcadis veel op bijvoorbeeld reiskosten. Al met al zal Arcadis naar verwachting in 2020 een verbetering van de operationele winstmarge gaan behalen t.o.v. 2019 en daarmee ook de onderkant van de doelstelling van 8,5-9,5%, die CEO Oosterveer in 2017 lanceerde.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

ARCADIS	2017A	2018A	2019A	2020T	2021T	2022T
OMZET	2437	2440	2577	2499	2549	2626
AANGEPASTE EBITA	186	177	213	212	224	239
EBITA MARGE	7,6%	7,3%	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%
MARKTKAPITALISATIE	1634	929	1836	2412	2412	2412
NETTOSCHULD	423	347	606	447	355	252
KOERS-WINSTVERHOUDING	16,1	10,6	15,5	20,8	17,4	15,5
EV/EBITDA	10,2	6,2	7,9	9,0	8,3	7,6
DIVIDENDRENDEMENT	2,5%	4,4%	0,0%	1,8%	2,0%	2,2%
FCF %	0,0%	16,0%	5,3%	9,0%	5,7%	6,3%
NETTOSCHULD / EBITDA	2,1	1,7	1,3	0,7	0,3	-0,1

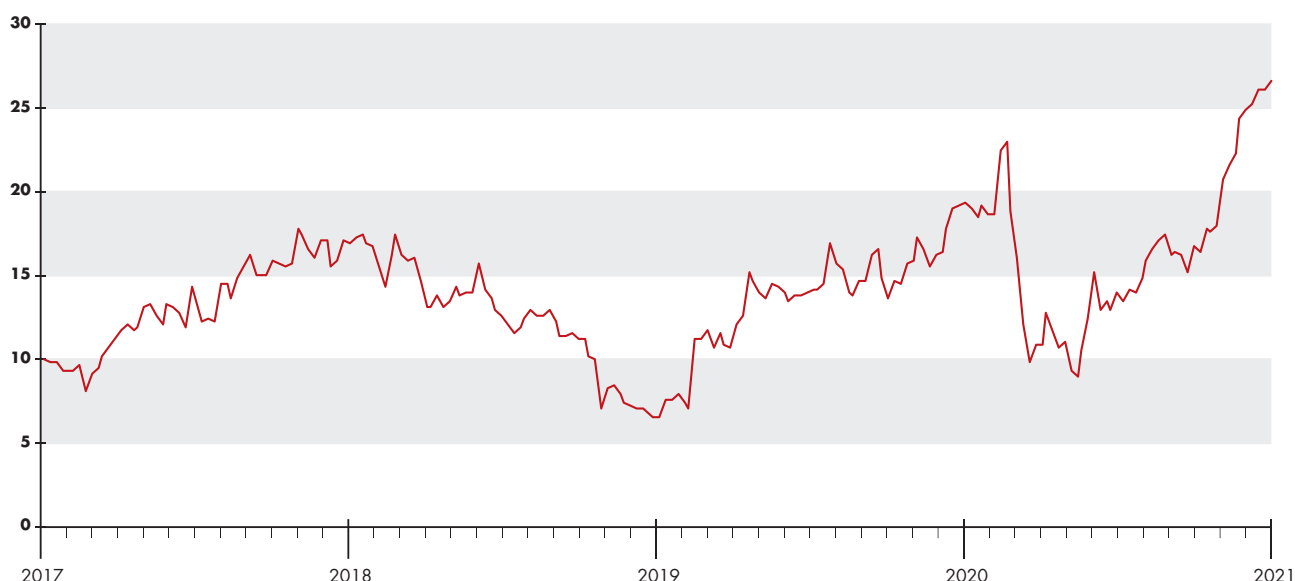


**VAN DE
PORTEFEUILLE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS ARCADIS (koers per 31/12/2020: €27,04)



In november publiceerde de onderneming tijdens een Capital Markets Day de nieuwe strategie voor de komende 3 jaar. Het is goed om te zien dat Arcadis zich daarbij meer en meer positioneert als een bedrijf dat profiteert van de groeiende aandacht voor duurzaamheid en klimaatverandering. Ook de wereldwijde trends van urbanisatie en mobiliteit spelen een belangrijke rol bij de groeiambities van Arcadis. Daarbij verhoogde CEO Oosterveer de lat

voor de operationele winstmarge naar 'meer dan 10% in 2023'. Ook op het gebied van het werkkapitaal ziet Arcadis nog ruimte voor verbetering. De balansproblemen zijn plots omgeslagen in de vraag wat Arcadis zal gaan doen met de grote kasstromen. Zo is er steeds minder reden waarom het aandeel Arcadis op een veel lagere waardering dan andere ingenieursbureaus zou moeten handelen.

Ondernemingsprofiel

- Internationaal ingenieurs- en consultancybureau actief in infrastructuur, milieu, water en gebouwen

Investmentrationale

- Leidende posities in zeer gefragmenteerde en veelal lokale markten
- Aantrekkelijke groeipotentie door exposure naar trends zoals klimaatverandering, duurzaamheid, mobiliteit en urbanisatie

- Hoogwaardige en betrouwbare kennis & kunde in diverse segmenten

Aanjagers

- Herstel winstgevendheid naar historische niveaus, door focus op executie ('Make every project count'), selectief tenderen, terugtrekken uit enkele regio's
- Verkoop ALEN, de Braziliaanse probleemdochter
- Verbetering werkkapitaal en daarmee herstel van sterke vrije kasstromen

LOCKDOWN RIJDT VOORGENOMEN GROEI IN DE WIELEN

Wat een oogstjaar in termen van winstgroei had moeten worden, verliep uiteraard heel anders. Vanwege de aanzienlijke exposure van Berentzen naar de horeca was de impact van de lockdowns op de omzet en het resultaat groot. Gelukkig zet Berentzen ook een belangrijk deel van de omzet af via de supermarkten, zijn marketinguitgaven snel te reduceren en bezit de onderneming een ijzersterke balans. Hoewel Berentzen ook in het begin van 2021 waarschijnlijk nog de naweeën van corona zal voelen, gaan wij er nog steeds vanuit dat de investeringen in 'premiumisation', innovatie van de productenportefeuille en versterking van de distributie en marketing de komende jaren hun vruchten gaan afwerpen.

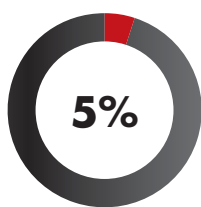
Met de publicatie van het jaarverslag over 2019 kondigde Berentzen ook zijn verwachtingen voor 2020 aan, met daarin een mooie, verwachte verbetering van de operationele winst. Helaas gaf het bedrijf tegelijkertijd een persbericht uit, waarin het die verwachting direct opschortte vanwege de impact van de corona-gerelateerde lockdowns. Voor de eigen merken Berentzen en Puschkin zijn evenementen en festivals belangrijke afzetmarkten. Het abrupte einde van het skiseizoen, het volledige verlies van het zomer-festivalseizoen en de afgelasting van de Oktoberfesten doen dan ook stevig pijn, zeker omdat deze merken bovengemiddeld winstgevend zijn voor Berentzen. Ook de sluiting van de horeca betekende een forse aderlating.

Als franchisenemer van Sinalco levert Berentzen diverse frisdranken aan de horeca; dit kwam vrijwel volledig tot stilstand. Ook de verkoop van de citrusperssystemen en de bijbehorende sinaasappels werd hard geraakt. Zelfs in supermarkten werden deze apparaten vaak stilgezet uit angst voor besmetting.

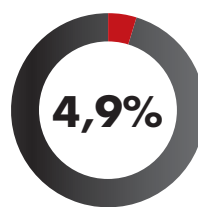
Gelukkig staan daar andere segmenten tegenover die juist profiteerden van de lockdowns. De verkoop van de private label sterke dranken aan supermarkten steeg sterk en ook de afzet van het succesvolle eigen merk frisdrank MioMio kende groei. In de activiteitenportefeuille van Berentzen vonden in 2020 twee veranderingen plaats. Halverwege het jaar maakte Berentzen bekend dat het meerjarige

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

BERENTZEN	2017A	2018A	2019A	2020A	2021T	2022T
OMZET	172,1	162,2	167,4	154,6	155,2	161,9
EBIT	9,2	9,8	9,8	5,2	6,0	8,7
WPA	0,27	0,55	0,52	0,10	0,32	0,53
MARKTKAPITALISATIE (BEURSWAARDE)	77,4	58,5	64,3	52,1	52,1	52,1
NETTOSCHULD	-10,7	-7,6	-12,5	-5,7	-14,3	-20,8
NETTOSCHULD NA AFTREK TE BETALEN ACCIJS	32,7	34,7	31,1	38,3	30,7	25,9
NETTOSCHULD NA ACCIJS / EBITDA	2,0	2,0	1,7	2,7	2,0	1,5
KOERS-WINSTVERHOUDING	29,4	10,4	11,6	20,6	17,9	10,6
EV/EBITDA	7,4	6,0	5,7	7,0	6,2	4,9
DIVIDENDRENDEMENT	2,7%	4,5%	4,1%	0,9%	2,8%	4,8%
FCF %	-5,2%	-2,0%	14,7%	5,3%	8,4%	13,3%



**VAN DE
PORTEFEUILLE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS BERENTZEN (koers per 31/12/2020: €5,54)



contract van dochteronderneming Vivaris voor het bottelen van frisdranken voor een groot frisdrankenbedrijf per 2021 zal stoppen. Hierdoor valt circa 7% van de groepsomzet weg, hoewel de impact op de winst marginaal zal zijn. In september maakt Berentzen de overname bekend van Goldkehlchen (roodborstje), een klein premium cidermerk uit Oostenrijk. Beide ontwikkelingen passen goed in de trend naar de afzet van meer eigen merken met een hogere marge. In plaats van de begin dit jaar verwachte groei is de operationele winst (EBIT) in 2020 als gevolg van de coronacrisis

min of meer gehalveerd. Daardoor was Berentzen een van de slechtst renderende investeringen in portefeuille, ondanks het feit dat het dividend over 2019, zij het met enige vertraging door uitstel van de aandeelhoudersvergadering, wel werd betaald. Ook in de eerste helft van 2021 zullen de effecten van corona zich nog wel even laten voelen. Het herstel-potentieel als gevolg van de vele initiatieven die het bedrijf de afgelopen jaren heeft genomen is echter onveranderd groot. Hopelijk kan Berentzen de corona-kater zo snel mogelijk wegspoelen en het groeipad daadwerkelijk inzetten.

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
- Hoge vrije kasstroom en aantrekkelijk dividendrendement beperken neerwaarts investeringsrisico

- Goed gespreide en gebalanceerde activiteitenportefeuille: alcoholisch/non-alcoholisch en merken/private label

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

HERNIEUWDE AANDACHT VOOR UV-TECHNOLOGIE

De afgelopen jaren lag de aandacht van beleggers in Dr. Höhle steeds meer op de ontwikkeling van de divisie Kleefstoffen. In 2020 zorgde het coronavirus echter voor een wederopstanding van de basis van het bedrijf: UV-technologie. UV-licht is namelijk in staat om virussen snel en vrijwel volledig te doden. Mede door enkele overnames in desinfectiesystemen op basis van UV-licht werd Dr. Höhle ineens gezien als een bedrijf dat kon profiteren van de crisis. Dat bleek nog niet uit de resultaten over het afgelopen boekjaar 2019/2020, maar de aandelenmarkt anticipeerde al flink op de mogelijke opdrachten en zette het aandeel zodanig hoger dat Dr. Höhle de grootste bijdrage aan het rendement van Monolith leverde.

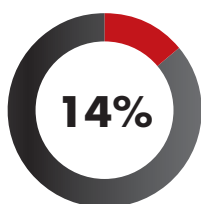
In de eerste kwartalen van het gebroken boekjaar had de divisie leefstoffen nog de volle aandacht. De resultaten hadden nog altijd te lijden onder het aflopen van de grote opdracht voor sensoren van het bedrijf AMS. Desondanks bleef het management zeer positief over de verwachte omzet- en winstontwikkeling van Kleefstoffen. De opkomst van 5G-telefoons biedt goede kansen voor het gebruik van kleefstoffen. Inmiddels zijn alle grote makers van mobiele telefoons klant van Dr. Höhle en zowel het aantal als de omvang van de diverse projecten staat naar verluidt op recordhoogte. Gezien dit optimisme viel de verwachting voor Kleefstoffen die het bedrijf begin december uitsprak voor het komende boekjaar ('stabiel') flink tegen. Het risico bestaat dat dit segment de eeuwige belofte van Dr. Höhle blijft vanwege prijsdruk, concurrentie of snelle technologische veranderingen.

Het uitbreken van COVID-19 drukte de koers in maart 2020 naar ongekende dieptes, mede uit angst voor een winstval bij de divisie Apparaten & Systemen vanwege de exposure naar de traditionele drukpersenmarkt. De jaarcijfers over 2019/2020 lieten inderdaad een ruime halvering van de groepswinst (EBIT) zien.

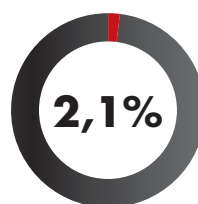
Toch is de koers van Dr. Höhle in 2020 uiteindelijk gestegen met maar liefst 24%. Behalve vanwege de ijzersterke balans, komt dit vooral doordat in de loop van het jaar bleek dat er ook kansen in de crisis liggen voor Dr. Höhle's UV-systemen op het gebied van desinfectie. In eerste instantie meldde het bedrijf groeiende interesse in de eigen desinfectiesystemen en prompt deed het bedrijf enkele kleine overnames in dit marktsegment, mede om sneller te kunnen beschikken over het juiste verkoopkanaal. Het orderboek voor deze

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

DR. HÖHLE	2018A	2019A	2020A	2021T	2022T	2023T
OMZET	126,5	107,7	94,3	121,2	117,1	124,0
EBIT	30,7	17,0	8,1	15,2	19,6	27,2
WPA	3,94	2,26	1,05	1,85	2,43	3,03
MARKTKAPITALISATIE	239	244	310	333	333	333
NETTOSCHULD	3	2	14	23	12	3
SOLVABILITEIT	69,5%	62,5%	57,2%	55,4%	60,1%	64,2%
NETTOSCHULD/EBITDA	0,1	0,1	1,0	1,0	0,5	0,1
KOERS-WINSTVERHOUDING	11,0	19,5	52,1	29,7	22,6	18,2
EV/EBITDA	7,3	12,5	22,5	16,7	13,5	11,1
ROI %	22,5%	11,6%	4,7%	8,0%	10,6%	13,1%

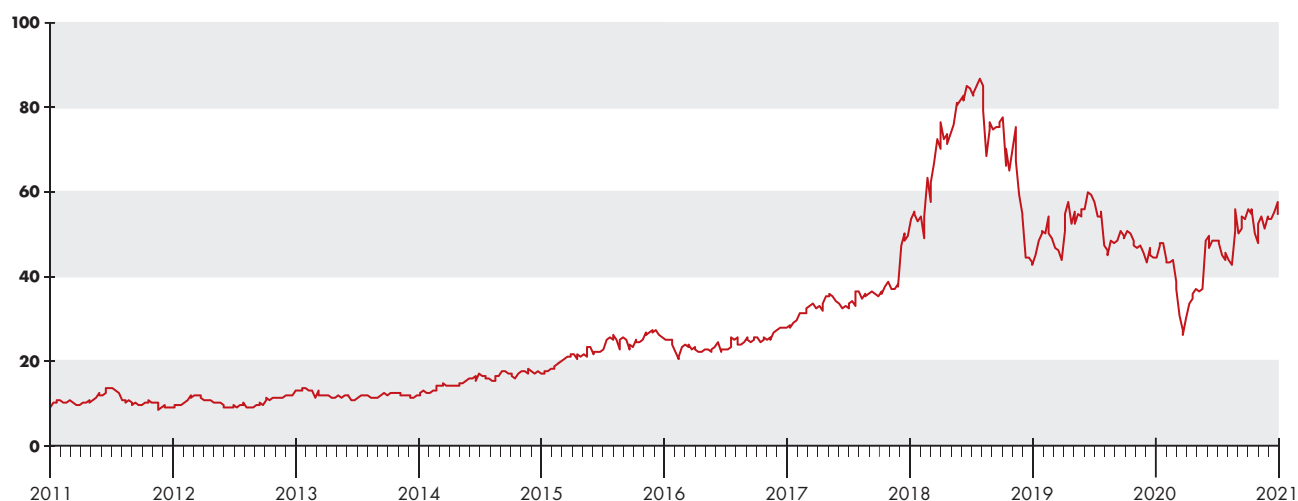


**VAN DE
PORTEFEUILLE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS DR. HÖNLE (koers per 31/12/2020: €54,80)



apparaten zit per eind 2020 mudvol, Dr. Höhle is de productiecapaciteit fors aan het opschalen en investeert flink in marketing. Daarmee kan UV-desinfectie in het lopende boekjaar een flinke winstmotor worden. Een nadeel hiervan is mogelijk dat dit een eenmalig coronacadeautje is, dat, als de vaccins goed blijken te werken, een jaar later

grotendeels weer wegvalt. Al met al is de waardering van het aandeel behoorlijk opgelopen, terwijl de onzekerheid over de toekomstige winstontwikkeling ook groter is geworden. Bij een zeer volatiele koers hebben wij afgelopen jaar op relatief hoge niveaus dan ook wat afgeschaafd van onze positie.

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

- 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)

- Leidende posities in aantrekkelijke nichemarkten
- 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

AUTOMARKT IN TRANSITIE EXTRA GERAAKT DOOR CORONACRISIS

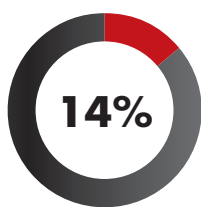
Naast de horeca en de luchtvaart was de automobiellindustrie een van de hardst geraakte sectoren in de coronacrisis. Als toeleverancier kon Kendrion zich daar helaas niet aan onttrekken, maar wist middels uitstekend crisismanagement de schade op de resultaten te beperken. De acquisitie van Intorq, aan het begin van 2020 afgerond, bleek ook zeer succesvol. De angst voor de hoge schuld-ratio's door deze overname bleek dan ook onterecht. Nieuwe financiële doelstellingen werden goed ontvangen. Toch bleef de koers dit jaar weer achter, vanwege de onzekerheid over het economisch herstel en over de impact van de gigantische transitie die de automobiellindustrie momenteel ondergaat.

Na 2 opeenvolgende jaren (2018-2019) met wereldwijd dalende autoverkoop bleek de gifbeker in 2020 nog steeds niet leeg. Corona zorgde voor nog eens een min van maar liefst 20%. Kendrion werd fors geraakt. Een en ander vond plaats kort nadat Kendrion zich flink in de schulden had gestoken voor de acquisitie van Intorq. De angst voor balansproblemen was dan ook groot in het tweede kwartaal, toen de autoproduktie in Europa vrijwel volledig tot stilstand kwam. Het management heeft het bedrijf echter uitstekend door de crisis gemanoeuvreed. In de afgelopen jaren had CEO Van Beurden al forse kostenbesparingen doorgevoerd. Daarbovenop hebben hij en zijn team zeer snel ingegrepen door bijv. 'Kurzarbeit' in te voeren. Toen CFO Hemmen ook nog met succes de kredietfaciliteiten had heronderhandeld, ebde het balansrisico gelukkig snel weg. De acquisitie van Intorq is gedurende het jaar een uitstekende toevoeging

gebleken. De diversificatie richting de industriële eindmarkt (en dus minder exposure naar automotive) bleek een schot in de roos tijdens het erg lastige autojaar 2020. Mede geholpen door de synergiën wist Intorq het operationele resultaat zelfs te verbeteren in 2020, o.a. door sterke groei in China. In oktober hield Kendrion een nieuwe Capital Markets Day met een zeer positief verhaal. In de afgelopen jaren is Kendrion klaargestoomd voor de volgende groeifase middels een centralisatieslag, kostenbesparingen, een sterke focus van de R&D-uitgaven en de acquisitie van Intorq. Dit culmineert in een hernieuwde doelstelling om de omzet organisch te doen groeien met minstens 5% per jaar van 2019 tot 2025. Binnen het segment Automotive (c. 52% van de omzet in 2020) bood Kendrion eindelijk een inkijkje in wat de transitie van een verbrandingsmotor naar een elektromotor betekent voor de onderneming. De waarde van Kendrion's producten

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

KENDRION	2017A	2018A	2019A	2020T	2021T	2022T
OMZET	461,8	448,6	412,4	384,9	433,5	468,1
EBIT	28,7	24,3	11,5	8,0	18,8	25,5
WPA	1,73	1,68	0,79	0,25	0,82	1,18
MARKTKAPITALISATIE	543	283	282	245	245	245
NETTOSCHULD	55	81	47	98	96	83
SOLVABILITEIT	52,3%	48,5%	56,8%	47,7%	49,4%	51,2%
NETTOSCHULD/EBITDA	1,0	1,6	1,3	2,6	2,0	1,5
KOERSWINST-VERHOUDING	27,7	20,3	35,7	80,5	21,3	14,6
EV/EBITDA	11,4	7,3	8,7	9,0	7,0	5,8
DIVIDENDRENDEMENT	2,2%	4,2%	0,0%	0,0%	2,5%	3,6%
ROI %	7,6%	5,8%	2,9%	1,7%	3,9%	5,4%

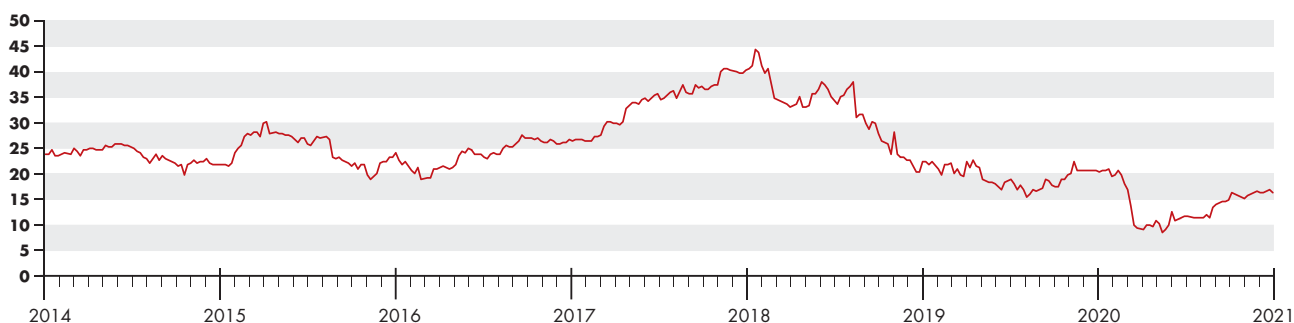


**VAN DE
PORTEFEUILLE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS KENDRION (koers per 31/12/2020: €16,60)



per auto stijgt van een geschatte € 143 voor een ouderwetse benzineauto naar € 215 voor een volledig elektrische auto, vooral omdat deze laatste categorie veel meer software en elektrotechniek zal bevatten die steeds meer zogenaamde 'smart actuators' nodig hebben. Binnen het veel gediversifieerdere segment Industrial (c. 48% van de omzet) liggen er goede kansen voor de Industrial Brakes in bijvoorbeeld windenergie, robots (productie) en de automatisering van distributiecentra. China, na de acquisitie van Intorq inmiddels circa 10% van de groepsomzet, biedt enorme groeikansen. Kendrion herhaalde zijn doel om een EBITDA-marge van ten

minste 15% te behalen in 2025, een forse stijging t.o.v. een door ons geschatte 9,5% in 2020. Deze doelstellingen herbergen een enorme winstverbetering en daarmee ook opwaarts potentieel voor de koers, maar wij denken dat de doelen behoorlijk ambitieus zijn, vooral vanwege onze zorgen omtrent de enorme transitie waarin de automobiemarkt zich bevindt. De onzekerheden over hoe snel de markt herstelt, welke segmenten zullen groeien, hoe de ontwikkelingskosten van de hele industrie zullen worden verdeeld en hoe de fabrikanten zoals VW en Daimler om zullen gaan met toegenomen kostendruk zijn groot.

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
- 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

DEUR IN HET GEZICHT

2020 zou het jaar moeten worden waarin Schaltbau, na jaren van herstructureringen, eindelijk de ware winstpotentie zou kunnen tonen. De initieel afgegeven verwachting voor de winstmarge van 6-7% zou dat ook hebben waargemaakt. Maar helaas liep het anders. Het segment Componenten (schakelaars) werd geraakt door de algehele stilstand bij industriële afnemers en het segment Bode (deuren voor treinen en bussen) zag een aantal klanten letterlijk de deuren sluiten. Met een verwachte winstmarge van 4% denken wij dat Schaltbau overigens laat zien dat het inmiddels goed bestand is tegen dit soort schokken en dat het meerjarige winstherstel nog altijd op de rails staat.

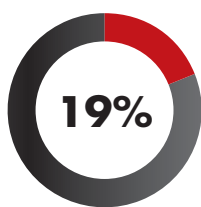
In 2019 had Schaltbau goede vorderingen gemaakt met het stroomlijnen en herstructureren van het bedrijf. 2020 had eindelijk een stabiel operationeel jaar moeten worden, zonder probleemdochters, projectverliezen en grote reorganisaties. Corona strooide echter zand in de wielen. In het segment Componenten (schakelaars) traptten zowel klanten in rail als in industrie hard op de rem en in het segment Bode (deuren) viel vooral de markt voor passagiersbussen stil. Toch valt de schade uiteindelijk mee; naar verwachting zal de groepsomzet in 2020 met circa 3% dalen. Dit is een gevolg van de goed gevulde orderboeken, die een zeker mate van stabiliteit bieden. De segmenten Stationair (rail infra) en SBRS (treinrenovaties en snellaad-

stations) groeiden zelfs. De benodigde investeringen in het verouderde Duitse railnetwerk lijken eindelijk los te komen en Schaltbau heeft zeer interessante snellaad-oplossingen voor busvloten van openbaarvervoerbedrijven.

Al vroeg in het jaar verlaagde Schaltbau de winstverwachtingen, maar Schaltbau is een van de weinige ondernemingen die die verwachting op het hoogtepunt van de crisis handhaafde. Een verwachte winstmarge van 4% in een dergelijk lastig jaar laat tevens zien dat Schaltbau de laatste jaren grote stappen heeft gezet. Als eindmarkten weer herstellen, denken wij dat de marge de komende jaren richting 10% kan stijgen. De onderneming is hierover echter wel iets minder specifiek geworden: in een strate-

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

SCHALTBAU	2017A	2018A	2019A	2020T	2021T	2022T
OMZET	516,5	518,3	513,7	500,0	521,6	548,3
EBIT	2,4	16,0	29,0	21,0	30,5	39,6
WPA	-8,04	-1,93	0,46	0,70	1,69	2,56
MARKTKAPITALISATIE	173	179	255	264	264	264
NETTOSCHULD	158	100	82	95	73	56
SOLVABILITEIT	16%	24%	24%	27%	31%	35%
NETTOSCHULD/EBITDA	7,9	3,5	1,9	2,5	1,5	0,9
RENTEDEKKING	0,2	2,8	4,2	3,2	4,6	7,7
KOERS-WINSTVERHOUDING	n.a.	n.a.	62,2	42,5	17,7	11,7
EV/EBITDA	19,0	11,6	9,0	10,9	8,2	6,5
FCF %	-13,7%	12,2%	16,6%	-3,5%	9,6%	9,3%



**VAN DE
PORTEFEUILLE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS SCHALTBAU (koers per 31/12/2020: €29,80)



gische update bij de resultaten over het derde kwartaal zei het bedrijf nu een 'significante verbetering' te kunnen behalen t.o.v. de 4% in 2020, waar dat voorheen een specifiek doel van 8-12% was. De onderneming is niet bang voor een blijvend negatief effect van corona op het gebruik van openbaar vervoer. Er komen enorm veel

interessante projecten naar de markt in de komende jaren en die andere crisis, die van het klimaat, zal juist het gebruik van trein en bus stimuleren. Per 2021 heeft dhr. Jurgen Brandes het stokje als CEO overgenomen van dhr. Köhler. Aan Brandes, afkomstig van Siemens, de taak om de trein eindelijk te laten vertrekken.

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
- Brede productenportfolio
- Structureel toenemende vraag naar (energie-) efficiënte en veilige transportoplossingen door stijgende urbanisatie & mobiliteit van mensen

- Omzet uit stabiele markten met een lange termijn karakter steunend op overheidsinvesteringen

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 toekomststrategie: desinvesteren non-core, uitbouwen en/of verbreden van huidige marktposities door gerichte acquisities
- Fusie- en overnameactiviteit in de sector neemt toe

SIMSALABIM

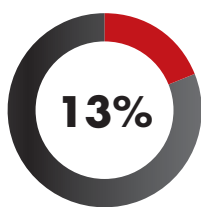
Ondanks de coronacrisis heeft Solar in 2020 zeer goede vorderingen gemaakt op diverse strategische vlakken. De belangrijkste daarvan is de sterke verbetering van de operationele winstmarge van de kernactiviteiten van 3,1% in 2019 naar 4,0% in 2020. Dat betekent dat Solar de eigen doelstelling, afgegeven in 2017, heeft behaald. Daarnaast heeft Solar in het afgelopen jaar zijn 17%-belang in BIMObject verkocht, waarvan de opbrengst middels een fors verhoogd dividend zal worden uitgekeerd. Al met al is CEO Andersen sinds zijn aantreden in 2017 zeer succesvol geweest in het terugbrengen van de focus op de groothandels, het verbeteren van de winstgevendheid en de verkoop van diverse niet-kernactiviteiten. Dat leidde in 2020 al tot een mooie koersstijging en wij denken dat er gezien de verdere margeverbetering, de hoge kasstroom en het aantrekkelijke dividendrendement nog meer in het vat zit.

Solar bleek weinig last te hebben van de coronacrisis. De bouwmarkten in Scandinavië en Nederland bleef een volledige lockdown bespaard. Ondertussen maakte Solar wel zeer goede vordering met het verbeteren van de brutomarge, middels het groeiende aandeel van Solar Concepts (een soort bundel van producten met veel private label), internationale inkoop en een rationalisatie van het assortiment. Dit zijn de grote drijfveren achter de indrukwekkende stijging van de operationele winstmarge van de groothandels naar 4,0%. Hiermee heeft Solar

de eigen doelstelling behaald. In oktober kondigde Solar aan dat het zijn belang van 17% in het Zweedse bedrijf BIMObject heeft verkocht. Dit was veruit de grootste van de diverse investeringen in niet-kernactiviteiten die Solar onder de oude CEO had opgebouwd. De opbrengst van DKK 234m (DKK 32 per aandeel, circa 9% van de beurskoers) heeft de toch al solide balans van Solar verder versterkt. Per eind 2020 kwam de verhouding nettoschuld/EBITDA uit op slechts 0,2x, ruim beneden de onderkant van de doelstelling van 1,5-3,0x. Wij waren dan

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

SOLAR	2017A	2018A	2019A	2020A	2021T	2022T
OMZET	1493	1488	1565	1535	1535	1574
EBIT	17	44	49	60	62	67
AANGEPASTE OPERATIONELE MARGE	2,7%	2,9%	3,1%	4,0%	4,1%	4,3%
WPA	0,35	2,44	1,17	4,07	5,27	5,75
MARKTKAPITALISATIE	400	276	292	352	352	352
BEURSWAARDE DEELNEMINGEN	38	43	31	10	10	10
NETTOSCHULD	66	62	123	17	23	-1
NETTOSCHULD / EBITDA	1,4	1,2	1,7	0,2	0,3	0,0
KOERS-WINSTVERHOUDING	156,7	15,5	34,1	11,8	9,1	8,4
EV/EBITDA	10,0	6,7	5,8	4,3	4,3	3,8
DIVIDENDRENDEMENT	2,5%	5,0%	4,7%	7,8%	4,7%	5,3%
FCF %	-4,5%	3,2%	1,6%	23,5%	6,1%	11,6%

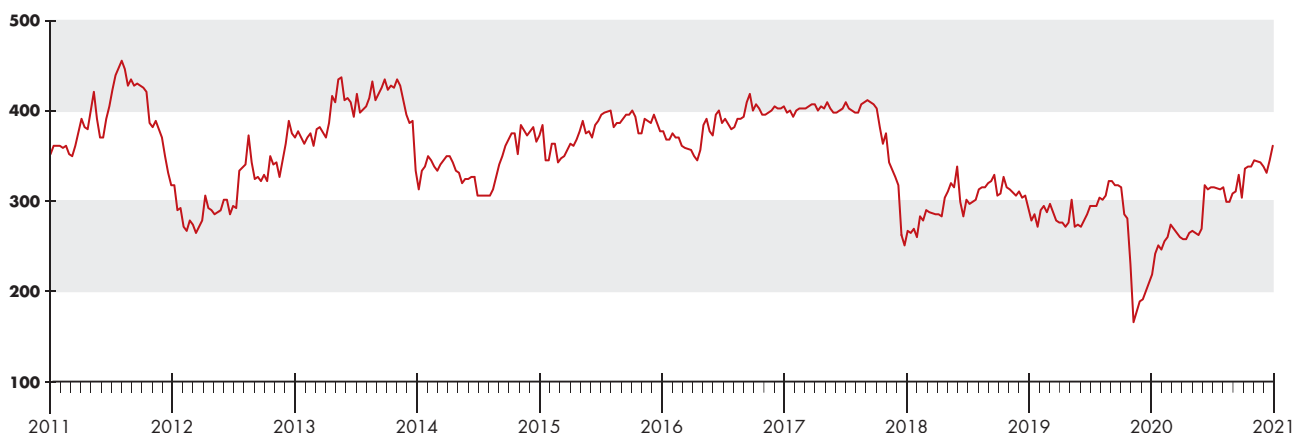


**VAN DE
PORTEFEUILLE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS SOLAR (koers per 31/12/2020: DKK 360,00)



ook lichtelijk teleurgesteld met het voorgestelde dividend van DKK 28 per aandeel. Hoewel Solar in 2021 flink gaat investeren in de uitbreiding en automatisering van de belangrijke Deense activiteiten, staan de balans en de gezonde kasstromen ons inziens een hogere uitbetaling zeker toe. Desalniettemin is het dividendrendement van circa 8% wel aantrekkelijk.

Met de jaarcijfers over 2020 publiceerde Solar ook een nieuw strategisch plan voor de jaren 2020-2023. Het belangrijkste financiële aspect hierin is een verdere verbetering van

de winstmarge met c. 0,5%-punt. Wij denken dat dit zeker haalbaar is, gezien de geplande groei van de Solar Concepts, het schrappen van bepaalde productcategorieën met een lage marge en de effecten van de investeringen in automatisering en efficiëntie van het distributienetwerk. Door de verbeterde winstgevendheid en een goede controle van het werkkapitaal zal Solar naar verwachting de komende jaren een zeer hoge vrijekasstroom genereren. Dit en de goede vorderingen op strategisch gebied verdienen wat ons betreft een duidelijk hogere waardering.

Ondernemingsprofiel

- Technische groothandel in elektrotechniek, sanitair, verwarming, klimaatbeheersing & energie in Scandinavië en Nederland
- Diverse niet-kernactiviteiten, o.a. MAG45

Investmentrationale

- Kernactiviteiten (groothandels):
 - Marktleider in thuisland Denemarken
 - Verbeterpotentieel in overige landen, of
 - enorme strategische waarde bij mogelijke consolidatie

- Niet-kernactiviteiten: verbeterpotentieel door terugdringen verliezen of verkoop

Aanjagers

- Verhogen van de winstgevendheid door focus op operatie. Gestart door de nieuwe CEO Andersen (oktober 2017)
- Optimaliseren portefeuille: verkoop van niet-kernactiviteiten en/of deelnemingen
- Verandering in structuur van de governance

KOEL BLIJVEN IN MOEILIJKE TIJDEN

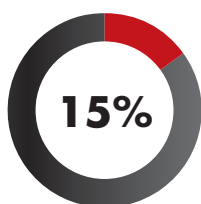
Het aandeel Technotrans is in 2020 nieuw in de portefeuille van Monolith gekomen en heeft direct een zeer goede bijdrage aan het rendement geleverd. Deze Duitse producent van systemen voor koelen, filteren, pompen en sprayen zag zijn winstgevendheid in 2019 (door IT-problemen) en in 2020 (vanwege corona) fors wegzakken. De meegezakte koers bood ons een mooie gelegenheid om in te stappen. Door de groeiende focus van Technotrans op systemen voor de koeling van batterijen, de lancering van een systeem voor de opslag van vaccins en een goed ontvangen Capital Markets Day herstelde de koers zich later in het jaar zeer sterk.

Deze onderneming uit het Duitse Sassenburg is een specialist op het gebied van hoogwaardige systemen voor 'het controleren en beheersen van vloeistoffen' binnen verschillende industriële toepassingen. De belangrijkste toepassing is koelen, maar het bedrijf is ook actief in filteren, pompen en sprayen. De producten van Technotrans worden onder meer geïnstalleerd in grote drukmachines en de nieuwste EUV-machines van ASML, maar ook in plastic spuitgietsmachines en bij batterijen en opladers voor elektrische voertuigen. In de afgelopen 10 jaar heeft Technotrans de afhankelijkheid van de drukmachinefabrikanten sterk verlaagd, van 100% in 2009 naar 38% in 2019. Nieuwe marktsegmenten zijn opgestart in lasertechnologie (20%), plastic verwerkingsmachines (26%) en zogenoemde groei-markten (12%), waaronder scantechnologie, e-mobiliteit en

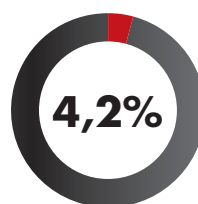
medische toepassingen vallen. Deze diversificatiestrategie ging gepaard met een mooie verbetering in de operationele winstmarge van c. 4% naar ruim 8%. De koers werd aangetrokken door deze fraaie winstontwikkeling en nam nog een extra vlucht doordat beleggers Technotrans gingen zien als een interessante investering in de groeiemarkt van e-mobiliteit. Als gevolg hiervan werden zeer hoge groei-verwachtingen voor de onderneming ingeprijsd. Eind 2017 tikte de koers kort € 50 aan. In 2019 werd het fraaie track record van gestage omzetgroei en verdere margeverbetering echter ruw verstoord. De belangrijkste oorzaak betrof productieproblemen bij dochterbedrijf gwk. De moeizame implementatie van nieuwe softwaresystemen zorgde zelfs voor een tijdelijke stilstand. Vervolgens moest Technotrans veel kosten maken om achterstallige opdrachten in te halen.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

TECHNOTRANS	2017A	2018A	2019A	2020T	2021T	2022T
OMZET	205,1	216,3	207,9	190,5	206,8	223,4
EBIT	17,4	17,4	8,3	6,8	10,3	15,6
WPA	1,76	1,79	0,88	0,66	1,05	1,64
MARKTKAPITALISATIE	306	169	129	197	197	197
NETTOSCHULD	10	19	24	20	15	10
SOLVABILITEIT	56%	55%	51%	58%	63%	67%
NETTOSCHULD/EBITDA	0,4	0,9	1,5	1,4	0,8	0,4
KOERS-WINSTVERHOUDING	25,2	13,7	21,2	43,4	27,2	17,3
EV/EBITDA	14,2	8,5	9,8	15,0	11,8	8,8
FCF %	0,0%	-2,2%	5,9%	3,5%	4,1%	5,1%
DIVIDENDRENDEMENT	2,0%	3,6%	0,0%	0,4%	1,8%	2,9%

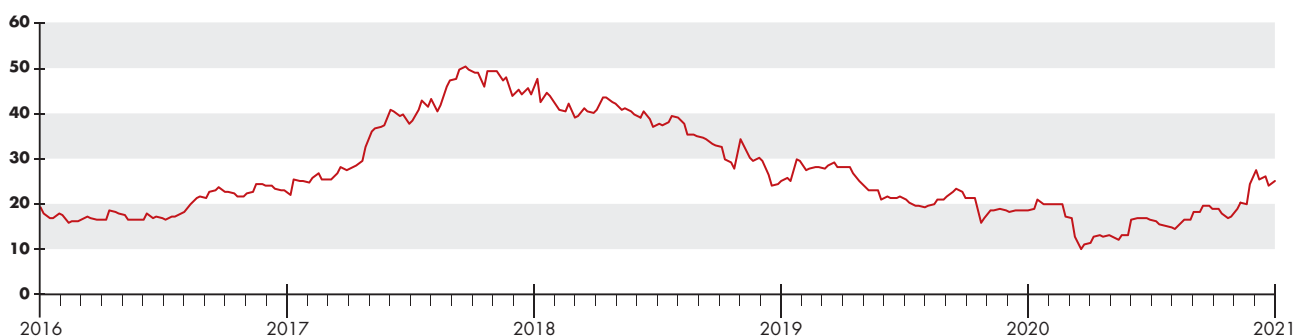


**VAN DE
PORTEFEUILLE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS TECHNOTRANS (koers per 31/12/2020: € 25,00)



Dochter gwk leed een flink verlies, waardoor de groeps-EBIT van Technotrans halveerde tot € 8 mln., wat overeenkomt met een marge van 4,0%. De coronacrisis in 2020 duwde die marge nog verder naar beneden tot 3,6%, met een dieptepunt in de koers van € 10. Wij zagen daarin een mooi aankoopmoment. De groeimogelijkheden van het bedrijf zijn onveranderd goed, en gegeven de sterke ontwikkeling van e-mobiliteit in een klimaatbewustere wereld misschien zelfs wel verbeterd. Daarnaast bleef het management tijdens onze gesprekken altijd onverkort vasthouden aan de margedoelstelling van ten minste 10%. Daartoe had het ook concrete plannen, zoals een sterkere integratie van de diverse geacquireerde ondernemingen, centralisatie van inkoop en R&D en standaardisatie van onderdelen en

systemen. Al deze aspecten werden in de Capital Market Day halverwege december bevestigd tijdens een aanscherping van het strategische plan voor 2025. Qua organische groei denkt CEO Michael Finger 6-9% per jaar te kunnen behalen en de operationele winstmarge (EBIT) kan omhoog naar 9-12%. Daarmee schetst hij een profiel van een bedrijf met zowel een enorm winstherstellend potentieel als structurele groei, net zoals de aandelenmarkt in 2017 naar Technotrans keek. Toen aan het eind van het jaar Technotrans ook nog een systeem aankondigde voor de koeling van coronavaccins, was het feest compleet. Het aandeel Technotrans sloot 2020 34% hoger af en leverde daarmee de op één na grootste bijdrage aan het rendement van Monolith.

Ondernemingsprofiel

- Internationale specialist in 'flow control' technologie: systemen voor temperatuurregeling (m.n. koeling), pomp & spray, filtratie & separatie, voor een breed aantal industrieën/toepassingsgebieden

Investmentrationale

- Dominant marktleider in de grafische industrie, grotere speler in plastic processing en machinebouw, stans & ponsmachines
- Groot omzetaandeel Services (30%) biedt stabiliteit

- Groeimogelijkheden in e-mobility, medisch en semiconductor

Aanjagers

- Omzetgroei versnelling door nieuwe segmenten
 - Gewicht moet groeien van 12% naar 30% in drie jaar (2023)
- Verbeteren van de winstgevendheid naar een EBIT-marge van 9-12% door LEAN-programma en integratie dochterbedrijven (inkoop, centralisatie, etc.)

STRUCTUUR EN ORGANISATIE MONOLITH

Overgang van IFRS naar Dutch GAAP

Vanaf het boekjaar 2013 stelde Monolith haar jaarrekening op volgens de door de Europese Unie goedgekeurde International Financial Reporting Standards (“IFRS”) zoals goedgekeurd door de International Accounting Standard Board. Tot 2013 stelde Monolith haar jaarrekening op volgens Dutch GAAP. Monolith koos in 2013 voor IFRS met het oog op de verslaglegging omtrent dochtermaatschappij Monolith Duitsland B.V. (“MDBV”). In 2019 zijn Monolith en MDBV echter gefuseerd en naar aanleiding daarvan heeft Monolith de wens om de jaarrekening vanaf boekjaar 2020 wederom op te stellen op basis van Dutch GAAP. Monolith verwacht namelijk dat de kosten van het opmaken en controleren van de jaarrekening opgesteld volgens Dutch GAAP, lager zullen liggen dan die van een jaarrekening opgesteld volgens IFRS. Hierbij is van belang dat Dutch GAAP en IFRS tot dezelfde cijfers leiden in de balans en de resultatenrekening van Monolith.

Wijziging in de Raad van Commissarissen

Tijdens de RvC-vergadering op 14 december 2020 hebben we afscheid genomen van onze commissaris Harm van der Lof. Harm had aangegeven, na 10 jaar als commissaris van Monolith actief te zijn geweest, aan het eind van 2020 te willen terugtreden. Ook langs deze weg willen we Harm bedanken voor de vele jaren van actieve bijdrage en steun als commissaris van Monolith.

Per 8 februari 2021 is de heer H.Th. (Erik) Luttenberg benoemd als commissaris van Monolith. Erik Luttenberg startte zijn carrière als vermogensbeheerder in 1987. Daarna was

hij gedurende lange tijd statutair directeur van Kempen Capital Management NV. Erik Luttenberg heeft een brede kennis op het gebied van beleggen en beleggingsfondsen. Voorts heeft hij uitgebreide operationele management-ervaring op het gebied van vermogensbeheer. Erik Luttenberg is lid van de Raad van Bestuur van Kempen International Funds (Luxemburgse SICAV), Kempen Alternative Investment Fund (Luxemburgse SICAV) en het Kempen Alternative Markets Fund (Luxemburgse RAIF). Daarnaast is hij lid van de Raad van Toezicht van de Nederlandse Investeringsfondsen van Kempen Capital Management en bestuurslid van Stichting Beleggers Compensatiefonds.

Wijziging in de Raad van Advies

Tijdens de vergadering van 10 december 2020 hebben we afscheid genomen van Leo Deuzeman als lid van onze Raad van Advies. Leo had aangegeven, na bijna 10 jaar onderdeel te hebben uitgemaakt van de Raad van Advies, per 31 december van het verslagjaar te willen stoppen. Ook langs deze weg willen we Leo bedanken voor zijn inzet en bijdrage. Er is in de Raad van Advies nog geen besluit genomen of er (op korte termijn) gezocht zal gaan worden naar een derde lid.

Aankomende wijzigingen in het Prospectus

Naar verwachting in de maand maart zullen een aantal prospectuswijzigingen worden doorgevoerd. Een deel van de wijzigingen houden verband met het actualiseren van het prospectus zodat deze blijft voldoen aan de laatste wet- en regelgeving. Zo wordt bijvoorbeeld vanaf 10 maart 2021

de Europese verordening betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector (Sustainable Finance Disclosure Regulation, 'SFDR') van kracht. Daarnaast gaat Monolith een aantal andere materiële wijzigingen doorvoeren. Allereerst zal het aantal toe- en uitredingsmomenten (Transactiedagen) voor aandeelhouder worden teruggebracht van maandelijks naar driemaandelijks, terug naar de situatie zoals die ook van toepassing was voor 2014. Dit om, vanuit het oogpunt van risicomanagement, de liquiditeit die wordt geboden aan aandeelhouders meer in overeenstemming te brengen met de door Monolith gehouden effectenportefeuille. Het afgelopen jaar heeft aangetoond dat de liquiditeit van de portefeuille in een crisismoment substantieel lager ligt. De directie heeft op basis daarvan geoordeeld dat aandeelhouders nog beter beschermd kunnen worden tegen vertrekkende aandeel-

houders indien het aantal transactiemomenten (weer) wordt teruggebracht. Ten tweede zal het minimale investeringsbedrag worden gewijzigd van € 25.000 naar € 100.000. Sinds de start van het fonds is de wet- en regelgeving enorm toegenomen met een enorme toename van de administratieve lasten en tijdsbesteding als gevolg. Monolith wil haar beschikbare tijd en middelen zoveel als mogelijk besteden aan het uitvoeren van het investeringsbeleid en zich richten op lange termijn professionele aandeelhouders. Tenslotte is de investeringsdoelstelling bijgesteld van een gemiddeld rendement van 10% op jaarbasis naar 8%. Sinds de start in 2006 is de 10-jaars rente van sterk gedaald van circa 5% gedaald naar -0,5%. Het verwachte lange termijn rendement van de beleggingscategorie aandelen is daarmee ook gedaald en volgens experts belooft deze nu circa 6%.

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 constatering gedaan op grond waarvan zou moeten worden geconcludeerd dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 van het Besluit gedragstoezicht financiële onder-

nemingen ('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.

VOORUITZICHTEN

Economie, bedrijfswinsten...

Alle voorspellingen voor het afgelopen jaar 2020 konden al vroeg in het jaar de prullenbak in. Vorig jaar schreven wij hier nog dat de kans op een recessie in 2020 klein was. Door de oploeiende coronacrisis en de beperkende maatregelen resulteert er echter naar verwachting een zelden eerder vertoonde wereldwijde economische krimp van 3,5%. De Chinese economie zal nog een kleine groei van circa 2% behalen, maar vooral de Eurozone heeft het met een verwachte krimp van 7% zwaar te verduren. De Nederlandse economie doet het met een min van zo'n 4% nog relatief goed. Ondanks dat de coronacrisis nog volop woedt in het begin van 2021 en er grote onzekerheden over de vaccinatieprogramma's zijn, zijn de economische verwachtingen voor 2021 en verder gunstig. Het IMF verwacht een wereldwijde economische groei van 5,5% in 2021, gevolgd door een plus van 4% in 2022.

Het monetaire beleid blijft zeer ruim en overheden stimuleren de economie op grote schaal. Inmiddels zijn andere onzekerheden op het wereldtoneel ook enigszins weggenomen. De Brexit is eindelijk een feit en met de verkiezing van Joe Biden als president van de VS lijken de internationale politieke en handelsbetrekkingen in een rustiger vaarwater terecht te zijn gekomen. Het IMF rept echter ook over exceptionele onzekerheid omtrent de groeischattingen. Dat heeft uiteraard nog steeds te maken met COVID-19 en de snel veranderende inzichten en ontwikkelingen zoals o.a. omtrent de vaccinatie-programma's. In het eerste kwartaal zitten veel landen weer in een vrij strenge lockdown, mede vanwege de snelle opmars van nieuwe varianten van het virus. Hoewel de huidige verwachting is dat tegen de herfst een significant deel van de Westerse bevolking gevaccineerd is, waarna de beperkingen hopelijk voorbij zijn, ondervinden diverse landen problemen met het opschalen van het vaccineren en tot overmaat van ramp loopt de levering van vaccins zelf ook vertraging op. De grootste bedreiging voor de economie op de korte termijn is dat de coronapandemie niet onder controle komt.

De Chinese economie zal met een verwachte groei van circa 8% in 2021 een stevige bijdrage leveren aan het herstel van de wereldeconomie. Het land heeft COVID-19 wonderwel goed onder controle. De vraag is wel hoe de handelsrelatie met de VS zich onder president Biden zal ontwikkelen. De Eurozone blijft naar verwachting met een groei van 4% licht

achter, mede vanwege Duitsland (+3,5%) en Nederland (+3%). De gevolgen van de coronapandemie zullen nog lang voelbaar blijven. De effecten op de overheidsfinanciën, het monetair beleid en het (economisch)beleid zijn omvangrijk. Door de pandemie en de beleidsreactie daarop zijn de overheidsschulden sterk gestegen. Naar verwachting bedroeg het begrotingstekort van ontwikkelde landen in 2020 maar liefst 13%. De prioriteit van de autoriteiten ligt bij het bevorderen van het economisch herstel en het bestrijden van de negatieve economische effecten van de pandemie, niet bij het op orde brengen van de overheidsfinanciën. De coronacrisis is daarmee een breuk met het recente verleden. Het heeft de terugkeer ingeluid van een overheid die zich activistisch opstelt en bereid is in te grijpen in de economie om haar doelstellingen te bereiken. Een voorbeeld daarvan zijn de plannen in onder meer de EU om de steungelden in te zetten om de energietransitie te faciliteren en de economie duurzamer te maken. Toch denken wij overigens dat het 'normaliseren' van overheidsbudgetten, ofwel het afbouwen van de enorme steunpakketten, wel degelijk een risico is. Aan de monetaire kant hebben zowel de Amerikaanse als Europese centrale bank aangegeven dat ze het stimulerende overheidsbeleid voorlopig blijven faciliteren. Een normalisatie van het monetaire beleid is daardoor voorlopig niet aan de orde. Dit betekent dat voor de voorzienbare toekomst de beleidsrentes laag blijven en dat centrale banken doorgaan met het opkopen van obligaties. Desalniettemin lieten de langetermijnrentes in vooral de VS een stijging zien in reactie op de verkiezingswinst van de Democraten en de verwachting van verder stijgende overheidsbestedingen en een toenemende inflatie. De langjarige daling van de rentestanden lijkt nu eindelijk te stoppen, hoewel zowel rente als inflatie naar verwachting wel laag zullen blijven in 2021, vanwege de aanwezige overcapaciteit en de gedaalde olieprijs.

Terwijl de meeste aandacht momenteel uitgaat naar de coronapandemie, speelt op de achtergrond een thema dat de komende jaren naar verwachting een nog grotere impact op de economie zal hebben: klimaatverandering. De Europese Commissie heeft wetgeving voorgesteld waarin de EU er naar streeft om in 2050 klimaatneutraal te zijn. De Europese Green Deal dwingt landen, bedrijven en beleggers te laten verduurzamen. Voor de financiële industrie in Europa en dus ook in Nederland betekent dat

ook meer regelgeving en rapportagevereisten met bijbehorende hogere kosten. Ook de nieuwe Amerikaanse president, Joe Biden, heeft meermaals aangegeven weer toe te treden tot het akkoord van Parijs en heeft eveneens de ambitie uitgesproken om de Verenigde Staten in 2050 klimaatneutraal te laten zijn. De schattingen van de impact van de veranderingen op de economie lopen uiteen. De consensus is echter dat de benodigde investeringen vele malen groter zijn dan de economische impact die de coronacrisis tot nu toe heeft gehad.

Ondanks het mogelijk sterke herstel op de korte termijn betekent bovenstaande dat we op langere termijn waarschijnlijk te maken krijgen met een zwakke economische groei. We blijven ons voorlopig bevinden in een onzekere economische en financiële omgeving. Een voorbehoud lijkt op zijn plaats ten aanzien van de in het bovenstaande beschreven verwachtingen. Immers: de Corona crisis is een nieuw fenomeen en de verwachtingen zijn gestoeld op hetgeen we nu weten. Echter, dat kan zo maar weer veranderen... De bedrijfswinsten hebben in 2020 een enorme klap gekregen. In Europa zullen de winsten naar schatting met circa 60% zakken, in de VS circa 30%. Dat zijn zelden eerder vertoonde dalingen. Gezien het hierboven omschreven macro-economische beeld wordt er in 2021 en 2022 een zeer sterk winstherstel voor bedrijven verwacht, tot niveaus ruim boven die van 2019.

... en koersen

De combinatie van de stijgende aandelenkoersen en de sterk gedaalde winsten betekent uiteraard dat de waardering van aandelen (de koers-winstverhouding) in 2020 fors is opgelopen. Dat wordt verklaard door een aantal factoren. Ten eerste is duidelijk dat de rente voorlopig zeer laag zal blijven en banken steeds vaker zelfs een negatieve rente op spaartegoeden gaan rekenen, waardoor aandelen vrijwel het enige alternatief zijn. Ten tweede loopt de aandelenbeurs vooruit op het verwachte sterke winstherstel in de komende jaren. Ten derde verdient de 'scheefgroei' binnen de diverse aandelenindices zeker aandacht. Zoals eerder gezegd zijn het vooral de technologie, IT- en internet-bedrijven die het afgelopen jaar een flinke koerssprong hebben gemaakt. Dit heeft ervoor gezorgd dat in 2020 andermaal de Groei-aandelen (Growth) het beter hebben gedaan dan de Waarde-aandelen (Value). Zo bleef de MSCI Europe Value Index in 2020 maar liefst 18,5% (!) achter bij de MSCI Europe Growth Index (-12,3% versus

6,3%). De verschillen in de VS zijn overigens nog groter. Deze relatieve outperformance duurt inmiddels ruim 10 jaar, maar kende in 2020 een ongelooflijke apotheose. De gekte en de bijbehorende verklaringen ('This time it's different') doet ons af en toe denken aan de dotcombubbel van eind jaren negentig. Wij vragen ons dan ook sterk af hoe lang dit kan doorgaan, mede ook met het oog op de eerder genoemde mogelijke rentestijging (of in ieder geval stabilisatie). Het zijn dus vooral de waarderingen van de Groei-aandelen die enorm zijn opgelopen, terwijl er ons inziens in het Waarde-segment nog veel aantrekkelijk gewaardeerde bedrijven te vinden zijn. Zoals bekend richt Monolith zich vrijwel volledig op het Waarde-segment. Voor beleggers die actieve keuzes willen maken, liggen er wel degelijk kansen. Hoewel veel van de definitieve jaarcijfers van onze investeringen nog gepubliceerd moeten worden, zal de proportionele winst per aandeel Monolith (een berekening van de winsten van onze investeringen vermenigvuldigd met ons aandelenbelang in die onderneming) naar verwachting met 'slechts' 10% dalen over 2020. Hiermee doet onze portefeuille het dus veel beter dan de gemiddeldes in Europa en de VS. De waardering van onze portefeuille is dus ook licht opgelopen in 2020, maar lang niet zo hard als die van de algemene indices. Daarnaast is het verbeterpotentieel van de resultaten van veel van onze investeringen in de komende jaren onveranderd groot. De coronacrisis heeft bij sommige bedrijven weliswaar geleid tot een flinke vertraging, maar de management teams hebben zeker niet stil gezeten. Zo hebben zowel Schaltbau als Technotrans onder leiding van een nieuwe CEO hun strategische plan aangescherpt en diverse kleinere reorganisaties en stroomlijningen doorgevoerd, heeft Dr. Hönle een nieuwe productlijn voor UV-desinfectiesystemen opgetuigd, heeft Kendrion de integratie van Intorq afgerond en de groeiplannen voor China vormgegeven en heeft Acomo eindelijk de langverwachte, grote acquisitie gedaan. Uitgaande van een succesvolle vaccinatiestrategie en een terugkeer naar normale economische omstandigheden, taxeren wij een flinke winstsprong in de jaren 2021-2022. Op basis daarvan vinden wij de waardering van onze portefeuille momenteel buitengewoon aantrekkelijk.

Naar aanleiding van de toenemende regeldruk en eisen van de toezichthouder(s) bestudeert de directie van MIM de mogelijkheden om eventueel over te stappen van een AIFMD-vergunning naar een AIFMD-registratie (het zogenaamde "light regime") en de daarmee samenhangende mogelijke organisatorische aanpassingen binnen MIM. Mocht hierover

meer duidelijkheid gaan bestaan dan zal de directie van MIM de aandeelhouders van Monolith vanzelfsprekend nader informeren.

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 goede resultaten opgeleverd. Op dit moment ligt het gemiddelde jaarrendement evenwel nog onder onze doelstelling van 10%. Het verleden heeft aangetoond dat dit percentage zeker haalbaar is. 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, 15 februari 2021

De Directie
Monolith Investment Management B.V.

Daan van Vlaardingen
Dimitri Kaandorp

Monolith Investment Management B.V.

De Boelelaan 28
1083 HJ Amsterdam

Datum: 21 januari 2021

Betreft: Rapportage Global Compact Compliance Screening (portefeuille per 31-12-2020)

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 2020 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 2020) concludeert Sustainalytics dat geen van de opgenomen bedrijven in strijd handelt met de principes van de Global Compact.

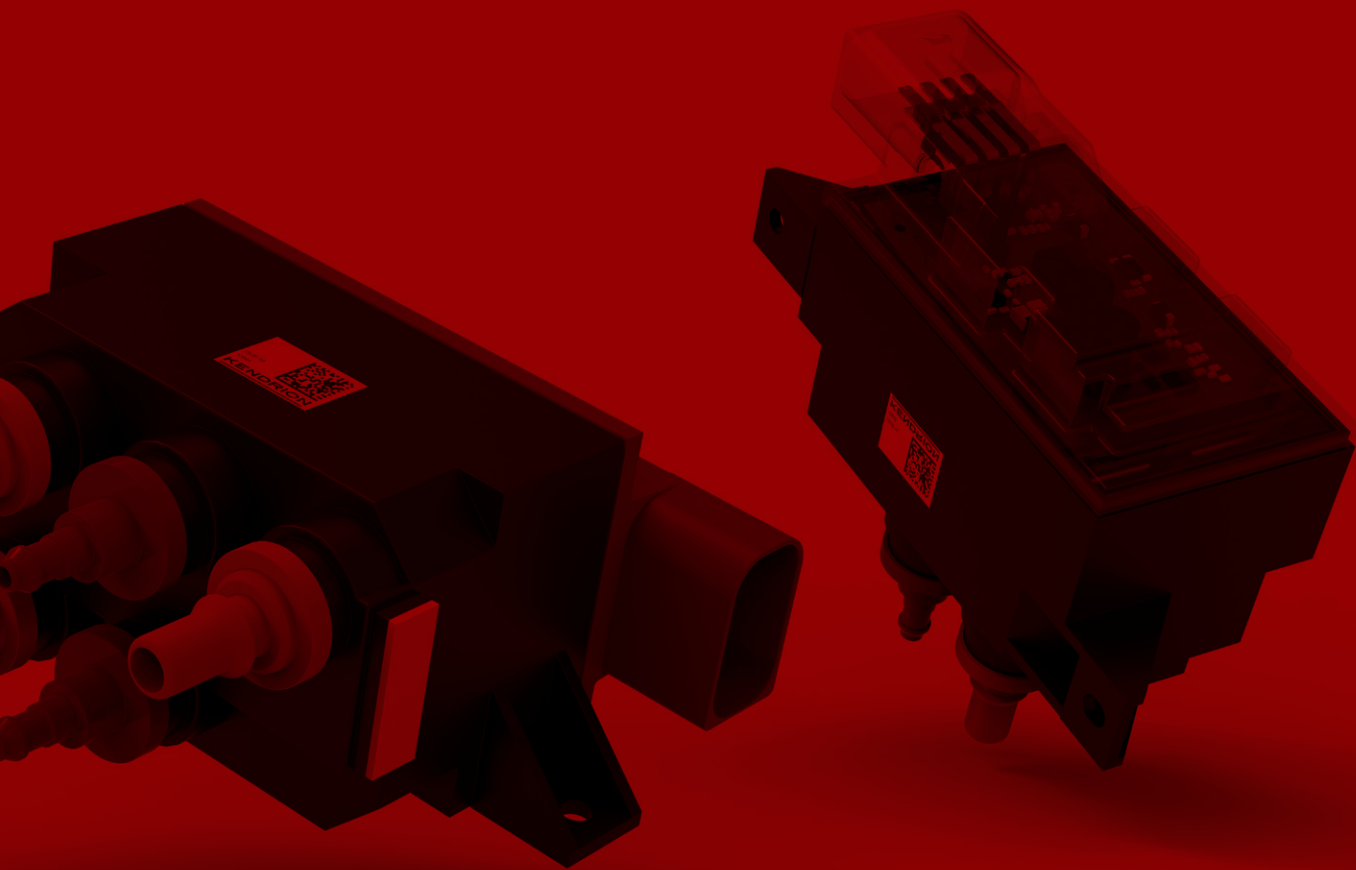
Om te beoordelen of een bedrijf in strijd handelt met de principes van de Global Compact kijkt Sustainalytics of een bedrijf betrokken is bij controversiële activiteiten. Bovendien wordt geanalyseerd in welke mate het bedrijf zich inspant om het betreffende probleem op te lossen en/of het maatregelen 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.



KENDRION

Automotive sensor cleaning

INVESTERINGEN

PER 31 DECEMBER 2020		MARKTWAARDE		PERCENTAGE
MONOLITH				
DEELNEMINGEN				
Berentzen	468.627	2.596.194	5,2%	
Dr. Höhle	125.007	6.850.384	13,8%	
Kendrion	430.808	7.151.413	14,4%	
Schaltbau	314.257	9.364.859	18,9%	
		25.962.850	52,3%	
OVERIGE BELEGGINGEN				
Amsterdam Commodities	271.935	5.683.442	11,5%	
Arcadis	139.265	3.765.726	7,6%	
Solar	137.567	6.655.034	13,4%	
Technotrans	292.799	7.319.975	14,8%	
Overig		1.170.120	2,4%	
		24.594.297	49,7%	
TOTAAL INVESTERINGEN		50.557.147	102,0%	
Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden		-1.003.101	-2,0%	
TOTAAL		49.554.046	100,0%	



ACOMO

Distributie van walnoten

MONOLITH **LAST** **YEAR**

DE JAARREKENING

BALANS PER 31 DECEMBER 2020 VOOR WINSTVERDELING

ACTIVA	TOELICHTING	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR
VLOTTENDE ACTIVA			
BELEGGINGEN			
- AANDELEN	4.2	50.557.147	66.411.363
VORDERINGEN			
- BELASTINGVORDERINGEN	7.1	309.668	796.300
- OVERIGE VORDERINGEN	7.2	5.092	5.376
		314.760	801.676
LIQUIDE MIDDELEN			
- LIQUIDE MIDDELEN	5	171.377	1.463.546
		51.043.284	68.676.585

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten

PASSIVA	TOELICHTING	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR
EIGEN VERMOGEN			
AANDELENKAPITAAL		76.938	109.288
AGIORESERVE		24.549.520	42.820.408
OVERIGE RESERVE		25.502.116	14.888.896
ONVERDEELD RESULTAAT		-574.528	10.613.220
	6.1	49.554.046	68.431.812
LANGLOPENDE SCHULDEN			
LATENTE BELASTINGEN	8.1	1.298.367	53.384
KORTLOPENDE SCHULDEN (TEN HOOGSTE ÉÉN JAAR)			
OVERIGE SCHULDEN EN OVERLOPENDE PASSIVA	9.2	190.871	191.389
		190.871	191.389
		51.043.284	68.676.585
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT		128,82	125,23
CERTIFICATEN GEPLAATST BIJ DERDEN		384.690	546.439

OVERZICHT VAN TOTAALRESULTAAT & WINST- EN VERLIESREKENING

	TOELICHTING	01/01/2020 31/12/2020 EUR	01/01/2019 31/12/2019 EUR
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN			
DIVIDEND	10.1	965.529	1.999.119
RENTEBATEN		27.777	35.586
OVERIGE BATEN	10.2	186.755	159.092
		1.180.061	2.193.797
WAARDEVERANDERINGEN INVESTERINGEN			
GEREALISEERDE WINSTEN	4.2	3.608.523	4.385.507
GEREALISEERDE VERLIEZEN	4.2 + 4.3	-5.507.151	-8.854.229
ONGEREALISEERDE WINSTEN	4.2	8.811.266	28.883.314
ONGEREALISEERDE VERLIEZEN	4.2	-6.268.876	-23.008.378
ONGEREALISEERD RESULTAAT UIT BELANGEN IN DEELNEMINGEN*	4.3	-	8.447.049
		643.762	9.853.263
SOM DER BEDRIJFSOPBRENGSTEN		1.823.823	12.047.060
KOSTEN			
MANAGEMENTKOSTEN	11.1	757.721	1.050.158
BANKKOSTEN	11.2	86.701	59.830
OVERIGE KOSTEN	11.3	197.496	184.801
		1.041.918	1.294.789
OPERATIONEEL RESULTAAT		781.905	10.752.271
RENTELASTEN	11.4	35.394	34.741
BRONBELASTING		76.056	86.143
RESULTAAT VOOR BELASTINGEN		670.455	10.631.387
BELASTINGEN		1.244.983	18.167
RESULTAAT NA BELASTINGEN		-574.528	10.613.220
OVERIGE DIRECTE VERMOGENSMUTATIES		-	-
TOTAAL RESULTAAT BOEKJAAR		-574.528	10.613.220
NETTO RESULTAAT PER CERTIFICAAT		-1,49	19,42

* 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 2019	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
RESULTAAT BOEKJAAR	-	-	-	-	-	-574.528	-574.528
RESULTAATBESTEMMING VOORGAAND BOEKJAAR	-	-	-	-	10.613.220	-10.613.220	-
GEPLAATST AANDELENKAPITAAL	29.827	0,20	5.965	3.465.844	-	-	3.471.809
INGEKOCHT AANDELENKAPITAAL	-191.576	0,20	-38.315	-21.736.732	-	-	-21.775.047
PER 31 DECEMBER 2020	384.690	0,20	76.938	24.549.520	25.502.116	-574.528	49.554.046

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten.

KASSTROOMOVERZICHT

	TOELICHTING	01/01/2020 31/12/2020 EUR	01/01/2019 31/12/2019 EUR
RESULTAAT VOOR BELASTINGEN		670.455	10.631.387
AANPASSINGEN VOOR:			
- WAARDEVERANDERINGEN		-643.762	-9.853.263
- VERANDERINGEN IN WERKKAPITAAL			
VORDERINGEN EN OVERIGE ACTIVA		486.916	-138.530
KORTLOPENDE SCHULDEN EN OVERLOPENDE PASSIVA		-518	66.449
- ONTVANGEN INTEREST		-27.777	-35.587
- ONTVANGEN DIVIDEND		-965.529	-1.999.119
- BETAALDE INTEREST		-35.394	-34.741
 ONTVANGEN INTEREST		 27.777	 35.586
ONTVANGEN DIVIDEND		965.529	1.999.119
BETAALDE INTEREST		35.394	34.741
AANKOPEN	4.2	-9.172.340	-2.139.019
VERKOPEN	4.2 + 4.3	25.670.318	21.136.446
FUSIE MONOLITH DUITSLAND B.V.	4.2 + 4.3	-	-3.095.779
KASSTROMEN UIT BELEGGINGSACTIVITEITEN		17.011.069	16.607.690
 ONTVANGEN BIJ PLAATSTING CERTIFICATEN		 3.471.809	 1.908.539
BETAALD BIJ INKOOP CERTIFICATEN		-21.775.047	-15.252.670
AFLOSSING LENING O/G	9.2	-	-2.000.000
KASSTROOM UIT FINANCIERINGSACTIVITEITEN		-18.303.238	-15.344.131
 NETTO KASSTROOM		 -1.292.169	 1.263.559
GELDMIDDELEN BEGIN VERSLAGPERIODE		1.463.546	199.987
GELDMIDDELEN ULTIMO VERSLAGPERIODE		171.377	1.463.546
 LENINGEN O/G		 -	 -
GELDMIDDELEN ULTIMO VERSLAGPERIODE		171.377	1.463.546

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten

1. ALGEMEEN

1.1 Oprichting en fusie

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 N.V. staat ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 50723006.

Monolith en Monolith Duitsland zijn per 2 februari 2019 (met waardingsdatum 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, de overige activa en passiva hadden een impact van EUR -3.095.779. De deelneming in Monolith Duitsland is volledig afgewikkeld. 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 in de winst- en verliesrekening.

1.2 Berekening Netto Vermogenswaarde

De Netto Vermogenswaarde en de Netto Vermogenswaarde per Aandeel (in euro) worden iedere Waardingsdag (laatste dag van de kalendermaand) vastgesteld door de Administrateur. Dit geschiedt door de waarde van de activa, inclusief saldo van baten en lasten te verminderen met de verplichtingen (en de uitkomst daarvan te delen door het aantal uitstaande Aandelen waarvan de Certificaten niet worden gehouden door Monolith). De Netto Vermogenswaarde per Certificaat zal gelijk zijn aan de Netto Vermogenswaarde per Aandeel. Bij de vaststelling van deze waarde zal rekening worden gehouden met vooruitbetaalde kosten, verschuldigde (maar nog niet betaalde) kosten en belastingen, een reservering voor de vaste managementvergoeding en prestatievergoeding, een reservering voor verwachte belastingen en met nog te ontvangen rente.

1.3 Financieel toezicht

MIM treedt op als beheerder van Monolith als bedoeld in artikel 1:1 sub b van de Wft. Monolith en MIM vallen onder

wettelijk toezicht van de AFM en De Nederlandsche Bank. Voor het aanbieden van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen door MIM, is conform artikel 2:67 Wft, een vergunning vereist.

MIM alsmede de directie daarvan worden aangemerkt 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.

2. GRONDSLAGEN VOOR WAARDERING EN RESULTAATBEPALING

2.1 Overgang naar Dutch GAAP

Tot stelselwijziging dient te worden over gegaan indien de wet dat vereist verder indien dat door de richtlijnen wordt verlangd of indien de wijziging leidt tot een belangrijke verbetering van het inzicht dat de jaarrekening geeft. De bevordering van het inzicht dient bij de beslissing tot stelselwijziging centraal te staan. Het nieuwe stelsel dient uiteraard te voldoen aan de wettelijke voorschriften en aan de voorschriften uit deze richtlijnen.

Vanaf het boekjaar 2013 stelde Monolith haar jaarrekening op volgens de door de Europese Unie goedgekeurde International Financial Reporting Standards ("IFRS") zoals goedgekeurd door de International Accounting Standard Board. Tot 2013 stelde Monolith haar jaarrekening op volgens Dutch GAAP. Monolith koos in 2013 voor IFRS met het oog op de verslaglegging omtrent dochtermaatschappij Monolith Duitsland B.V. ("MDBV"). In 2019 zijn Monolith en MDBV echter gefuseerd en naar aanleiding daarvan heeft Monolith de wens om de jaarrekening vanaf boekjaar 2020 wederom op te stellen op basis van Dutch GAAP. Monolith verwacht namelijk dat de kosten van het opmaken en controleren van de jaarrekening opgesteld volgens Dutch GAAP, lager zullen liggen dan die van een jaarrekening opgesteld volgens IFRS. Overeenkomstig de van toepassing zijnde verslaggevingsregels dient een

stelselwijziging met retrospectief effect te worden verwerkt in de jaarrekening. Dit betekent dat de waarderingsgrondslag in de jaarrekening is aangepast alsof deze grondslag altijd als zodanig is toegepast. De stelselwijziging heeft niet geleid tot een aanpassing van het eigen vermogen per 1 januari 2019 en evenmin tot aanpassingen in het resultaat over het boekjaar 2019. In overeenstemming met Dutch GAAP dient MDBV vanaf 1 januari 2019 geconsolideerd te worden met Monolith. Als gevolg van de fusie tussen MDBV en Monolith op 1 februari 2019 is deze consolidatie niet retrospectief verwerkt. Aangezien de impact van retrospectieve verwerking van deze consolidatie voor een zo korte periode in het verleden van verwaarloosbare betekenis is zal de directie gebruik maken van de vrijstelling opgenomen in artikel 407 lid 1a.

2.2 Richtlijnen

De jaarrekening is opgesteld in overeenstemming met Titel 9 boek 2 BW, de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving, Wft en Bgfo. Tenzij anders vermeld worden de in de balans opgenomen posten gewaardeerd tegen de nominale waarde.

2.3 Verslagjaar

Het verslagjaar valt samen met het kalenderjaar.

2.4 Vreemde valuta

Activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omgerekend tegen de slotkoers op balansdatum. Baten en lasten in vreemde valuta worden omgerekend tegen de transactiekoers. Een transactie in vreemde valuta wordt bij de eerste verwerking in de functionele valuta gewaardeerd tegen de koers op de transactiedatum. De jaarrekening is opgesteld in euro's; dit is zowel de functionele als de presentatievaluta van Monolith. Koersresultaten (gerealiseerd en ongerealiseerd) op vreemde valuta op financiële instrumenten worden in de resultatenrekening verantwoord onder de gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen.

2.5 Kasstroomoverzicht

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode en geeft de kasstromen weer vanaf ultimo 2019 naar 31 december 2020 van Monolith, alsook de vergelijkbare periode 1 januari 2020 tot en met 31 december 2020. 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.

2.6 Schattingen

Bij het toepassen van de grondslagen en regels voor het opstellen van de jaarrekening vormt Monolith zich verschillende oordelen en schattingen die essentieel kunnen zijn voor de in de jaarrekening opgenomen bedragen. Indien voor het geven van het vereiste inzicht noodzakelijk, zijn de aard van deze oordelen en schattingen inclusief de bijbehorende veronderstellingen opgenomen in de toelichting van de jaarrekening.

2.7 Beleggingen

De beleggingen van Monolith vallen onder de definitie van financiële instrumenten. Financiële instrumenten omvatten tevens in contracten besloten afgeleide financiële instrumenten (derivaten).

• 2.7.1. Classificatie

Alle beleggingen (inclusief short posities) van Monolith worden aangehouden als investeringen voor handelsdoeleinden.

• 2.7.2. Criteria opname in balans financiële instrumenten

Na de eerste waardering dient de rechtspersoon financiële instrumenten die deel uitmaken van een handelsportefeuille in de balans te waarderen tegen de reële waarde zonder aftrek van eventuele transactiekosten. De volgens standaardmarktconventies afgewikkelde aankopen en verkopen van financiële activa en passiva worden administratief verwerkt op de transactiedatum van de desbetreffende aankoop of verkoop. Overige financiële activa en passiva worden verantwoord in de balans op het tijdstip dat deze zijn verkregen. De eerste waardering van financiële instrumenten op de balans vindt plaats tegen de reële waarde. De reële waarde van de financiële instrumenten bij de eerste opname is over het algemeen gelijk aan de kostprijs van de financiële instrumenten. De waardering van financiële instrumenten na de eerste waardering, hangt af van de classificatie van het desbetreffende instrument. Na de eerste opname worden de financiële instrumenten op de hierna beschreven manier gewaardeerd. Een financieel instrument wordt niet langer in de balans op-

genomen indien een transactie ertoe leidt dat alle of nagenoeg alle rechten op economische voordelen en alle of nagenoeg alle risico's met betrekking tot het financieel instrument aan een derde worden overgedragen. Liquide middelen en deposito's worden gewaardeerd op nominale waarde.

- **2.7.3 Waardering aandelen**

Financiële activa en financiële verplichtingen dienen in beginsel ongesaldeerd te worden gepresenteerd. Aandelen worden gewaardeerd op reële waarde. De reële waarde is het bedrag waartegen het actief kan worden verhandeld of een passief kan worden afgewikkeld tussen ter zake goed geïnformeerde partijen, die tot een transactie bereid en onafhankelijk van elkaar zijn. De reële waarde van een financieel instrument is gebaseerd op de prijsnotering indien sprake is van een actieve markt, waarbij de financiële activa en financiële verplichtingen beide worden opgenomen tegen de meest recente slotkoers. Indien niet direct een betrouwbare reële waarde is aan te wijzen, wordt de reële waarde benaderd door deze af te leiden uit de reële waarde van bestanddelen of van een soortgelijk financieel instrument, of met behulp van waarderingmodellen en waarderingstechnieken.

Na de eerste waardering worden de aandelen tegen reële waarde gewaardeerd zonder aftrek van eventuele transactiekosten.

- **2.7.4 Verwerking transactiekosten (aan- en verkoopkosten beleggingen)**

Transactiekosten bij aankoop van beleggingen en derivaten worden direct in de winst-en-verliesrekening verantwoord. Het totaalbedrag aan separaat kwantificeerbare transactiekosten over het boekjaar wordt toegelicht in de winst-en-verliesrekening onder waardeveranderingen.

2.8 Saldering financiële activa en financiële verplichtingen

Financiële activa en financiële verplichtingen worden in beginsel ongesaldeerd gepresenteerd. Saldering vindt alleen plaats indien het is toegestaan om het financieel actief en de financiële verplichting gesaldeerd af te wikkelen en het voornemen ook als zodanig is. In 2020 en 2019 is dit niet het geval.

2.9 Vorderingen, kortlopende schulden en overige activa en passiva

Vorderingen, kortlopende schulden en overige activa en passiva worden bij eerste verwerking gewaardeerd op de reële waarde van de tegenprestatie. Na de eerste verwerking worden zij gewaardeerd op de geamortiseerde kostprijs. Voor zover nodig, worden voorzieningen wegens oninbaarheid in mindering gebracht op de boekwaarde van vorderingen. De reële waarde en de (geamortiseerde) kostprijs zijn gelijk aan de nominale waarde tenzij anders vermeld"

2.10 Latente belastingen

Onder de langlopende schulden worden de latente belastingen verantwoord. De verplichting voor latente belastingen wordt gewaardeerd tegen nominale waarde.

2.11 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 2.9.

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.

2.12 Lopende kosten factor (LKF)

De lopende kosten factor omvat alle kosten die in de verslagperiode ten laste van Monolith zijn gebracht exclusief de kosten van effectentransacties, interestkosten, en prestatievergoeding. De lopende kosten factor is berekend door

de totale kosten in Monolith over de verslagperiode te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde. De gemiddelde intrinsieke waarde is verkregen door de intrinsieke waardes aan het eind van de maand bij elkaar op te tellen en vervolgens te delen door het aantal waarnemingen.

2.13 Portefeuille omloop factor (POF)

De portefeuille omloop factor geeft een indicatie van de omloopsnelheid van de beleggingen ten opzichte van het gemiddeld fondsvermogen van Monolith en is een maatstaf voor de gemaakte transactiekosten als gevolg van het gevoerde portefeuillebeleid en de daaruit voortvloeiende beleggingstransacties. Bij de gehanteerde berekening wordt het bedrag van de omloop factor bepaald door de som van de aan- en verkopen van de beleggingen te verminderen met de som van de plaatsingen en opnames van eigen participaties. De portefeuille omloop factor wordt bepaald door het bedrag van de omloopfactor uit te drukken in een percentage van het gemiddelde fondsvermogen dat op identieke wijze wordt berekend als bij de bepaling van de lopende kosten ratio.

2.14 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.

2.15 Impact Covid-19

De impact van Covid-19 op de door Monolith gehouden ondernemingen is door de financiële markten verdisconteerd in de beurskoersen van deze ondernemingen. Monolith waardeert de gehouden belangen tegen beurskoersen en een additionele bijstelling van de balans en resultatenrekening van Monolith op grond van Covid-19 is dan ook niet nodig. Evenmin heeft Covid-19 gevolgen voor de continuïteit van Monolith.

3. RISICOFACTOREN

3.1 Risico's van algemeen economische en politieke aard

Investerings 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 50.557.147 (2019: EUR 66.411.363) is geïnvesteerd in effecten. 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 2020 hadden gefluctueerd met 5% en alle andere variabelen constant worden gehouden, zou dit hebben geleid tot een stijging/daling van de Netto Vermogenswaarde van EUR 2.527.857 (2019: EUR 3.320.568). Dit kan integraal worden doorvertaald 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

continuïteitsrisico. 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 insolventie, 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 Caceis/Kasbank N.V. als depotbank. Deze heeft een 'credit rating' van Fitch van A+ (2019 A-). Monolith controleert de krediet-

waardigheid van Caceis/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 31/12/2020	TOTAAL BOEKWAARDE	TOTAAL CONTRACTUELE KASSTROMEN	<1 MAAND	1-12 MAAND	1-5 JAAR
INVESTERINGEN	50.557.147	50.557.147	-	50.557.147	-
VORDERINGEN	314.760	314.760	-	-	314.760
LIQUIDE MIDDELEN	171.377	171.377	171.377	-	-
	51.043.284	51.043.284	171.377	50.557.147	314.760

PASSIVA 31/12/2020	TOTAAL BOEKWAARDE	TOTAAL CONTRACTUELE KASSTROMEN	<1 MAAND	1-12 MAAND	1-5 JAAR
EIGEN VERMOGEN	49.554.046	49.554.046	-	49.554.046	-
LATENTE BELASTINGEN	1.298.367	1.298.367	-	-	1.298.367
NOG TE BETALEN MANAGEMENT-VERGOEDING	63.645	63.645	63.645	-	-
OVERIGE NOG TE BETALEN KOSTEN	127.226	127.226	-	127.226	-
	51.043.284	51.043.284	63.645	49.681.272	1.298.367
TOTAAL LIQUIDITY SENSITIVITY GAP	-	-	107.732	875.875	-983.607

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

3.8 Concentratierisico

Aangezien 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, op basis van het Prospectus, 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 uitleenen 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 (tijds) 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 valutapositities in beginsel niet af. Investerings anders dan in euro kunnen hierdoor fluctuaties in de Netto Vermogenswaarde van Monolith, zowel positief als negatief, veroorzaken. Per 31 december 2020 heeft Monolith een investering in Deense Kronen ter hoogte van 13,43% (2019: 10,81% in Deense Kronen) van de Netto Vermogenswaarde. Hierdoor is Monolith blootgesteld aan een valutarisico.

	VOOR VALUTA AFDEKKING EUR	VALUTA AFDEKKING EUR	NA VALUTA AFDEKKING EUR	PERCENTAGE VAN NAV
DEENSE KROON	6.655.037	-	6.655.037	13,43%
TOTAAL 2020	6.655.037	-	6.655.037	13,43%

	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%

Een totaalbedrag van EUR 6.655.037 (2019: EUR 7.399.002) 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 2020 had gefluctueerd met 5% en alle andere variabelen constant worden gehouden, zou dit hebben geleid tot een stijging/daling van de Netto Vermogenswaarde van EUR 332.752 (2019: EUR 369.950). Dit kan integraal worden vertaald naar impact op vermogen en resultaat, aangezien alle waarde mutaties via de resultatenrekening worden verwerkt.

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 314.760 (2019: EUR 801.676) aan vorderingen uitstaan jegens derden, bestaande uit:

- Belastingvorderingen EUR 309.668 (2019: EUR 796.300). 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.

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) wetwijzigingen

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 Inflatie risico

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 Caceis/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.

TOELICHTING OP DE BALANS

4 INVESTERINGEN

4.1 Overzicht investeringen

Per 31 december 2020

NAAM	AANTAL	MARKTWAARDE EUR	PERCENTAGE*
DEELNEMINGEN**			
Berentzen	468.627	2.596.194	5,24%
Dr. Hönle	125.007	6.850.384	13,82%
Kendrion	430.808	7.151.413	14,43%
Schaltbau	314.257	9.364.859	18,90%
TOTAAL DEELNEMINGEN		25.962.850	52,29%
OVERIGE INVESTERINGEN			
Amsterdam Commodities	271.935	5.683.442	11,47%
Arcadis	139.265	3.765.726	7,60%
Solar	137.567	6.655.034	13,43%
Overige		1.170.120	2,36%
Technotrans AG	292.799	7.319.975	14,77%
TOTAAL OVERIGE INVESTERINGEN		24.594.297	49,73%
TOTAAL INVESTERINGEN		50.557.147	102,02%
Uitkomst van vorderingen en overige activa min overige passiva		(1.003.101)	-2,02%
TOTAAL NETTO VERMOGENSWAARDE		49.554.046	100,00%

* Percentage Netto Vermogenswaarde. Met percentage Netto Vermogenswaarde wordt bedoeld de verhouding tussen de marktwaarde van de belegging 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

	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR
STAND BEGIN BOEKJAAR	66.411.363	35.019.761
FUSIE MONOLITH DUITSLAND*	-	42.288.293
AANKOPEN	9.172.340	2.139.019
VERKOPEN	-25.670.318	-21.136.446
GEREALISEERDE WINSTEN	3.608.523	4.385.507
GEREALISEERDE VERLIEZEN	-5.507.151	-2.159.707
ONGEREALISEERDE WINSTEN	8.811.266	28.883.314
ONGEREALISEERDE VERLIEZEN	-6.268.876	-23.008.378
STAND ULTIMO PERIODE	50.557.147	66.411.363
HISTORISCHE KOSTPRIJS**	45.951.478	64.337.346

* In 2019 is de deelneming Monolith Duitsland gefuseerd met Monolith N.V.

** Deze kostprijs betreft de prijs waarvoor Monolith N.V. of Monolith Fund de aandelen hebben verworven.

4.3 Mutatieoverzicht deelneming

	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR
STAND BEGIN BOEKJAAR	-	37.439.987
AANKOPEN	-	-
FUSIE MONOLITH DUITSLAND*	-	-39.192.514
GEREALISEERDE WINSTEN	-	-
GEREALISEERDE VERLIEZEN	-	-6.694.522
ONGEREALISEERDE WINSTEN	-	8.447.049
ONGEREALISEERDE VERLIEZEN	-	-
STAND ULTIMO PERIODE	-	-
HISTORISCHE KOSTPRIJS**	-	-

* In 2019 is de deelneming Monolith Duitsland gefuseerd met Monolith N.V.

** Deze kostprijs betreft de prijs waarvoor Monolith N.V. of Monolith Fund de aandelen hebben verworven

	AANTAL	MARKT- WAARDE	LAND	SECTOR	BEURS
Amsterdam Commodities	271.935	5.683.442	Nederland	Voeding / handel	Euronext Amsterdam
Arcadis	139.265	3.765.726	Nederland	Bouw	Euronext Amsterdam
Berentzen	468.627	2.596.194	Duitsland	Dranken	XETRA
Dr. Hönle	125.007	6.850.384	Duitsland	Industrie	XETRA
Kendrion	430.808	7.151.413	Nederland	Industrie	Euronext Amsterdam
Schaltbau	314.257	9.364.859	Duitsland	Kapitaalgoederen	XETRA
Solar	137.567	6.655.034	Denemarken	Industrie	Euronext Amsterdam
Technotrans AG	292.799	7.319.975	Germany	Industrie	XETRA
Overige		1.170.420			
TOTAAL AANDELEN		50.557.147			

5 LIQUIDE MIDDELEN

Dit betreft het positieve saldo op de rekening-courant dat wordt aangehouden bij de bank. Deze liquide middelen staan volledig ter beschikking van het Monolith N.V.

6. EIGEN VERMOGEN

6.1 Intrinsieke waarde per Certificaat

Voor het verloopoverzicht van het eigen vermogen wordt verwezen naar bladzijde 65. Onderstaand is de intrinsieke waarde per Certificaat weergegeven.

NETTO VERMOGENSWAARDE OVERZICHT	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR
NETTO VERMOGENSWAARDE VOLGENS BALANS	49.554.046	68.431.812	70.937.723	91.728.921	71.921.729
AANTAL UITSTAANDE CERTIFICATEN	384.690	546.439	657.320	599.201	582.926
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT	128,82	125,23	107,92	153,09	123,38

7 VORDERINGEN

7.1 Belastingvorderingen

	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR
TE VORDEREN BRONBELASTING EFFECTEN	276.671	242.588
TE VORDEREN BRONBELASTING DEELNEMINGEN	32.997	553.712
	309.668	796.300

De te vorderen bronbelasting deelnemingen betreft terug te vorderen dividendbelasting EUR 309.668 te vorderen van de buitenlandse belastingdienst.

7.2 Overige vorderingen

	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR
OVERIGE VORDERINGEN	5.092	5.376
	5.092	5.376

8 LANGLOPENDE SCHULDEN

8.1 Latente belastingen

Monolith is een naamloze vennootschap, hetgeen betekent dat Monolith vennootschapsbelastingplichtig is ten aanzien van de door Monolith behaalde winst. Het tarief bedraagt 16,5% 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 aangiften vennootschapsbelasting tot en met 2019 van Monolith zijn ingediend. De aanslagen vennootschapsbelasting tot en met 2018 van Monolith zijn conform de ingediende aangiften vennootschapsbelasting opgelegd. Het gerapporteerde fiscale (compensabele) verlies per 31 december 2020 bedraagt EUR 295.984. De uitgestelde winst bedraagt per 31 december 2020 EUR 4.106.542. Per 31 december 2020 is een compartimenteringsreserve opgenomen van EUR 1.458.858, waardoor het saldo EUR 5.269.416 positief is.

	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	-3.981.081
BELASTBAAR RESULTAAT 2016	2.291.664	-1.689.417
BELASTBAAR RESULTAAT 2017	1.299.236	-390.181
BELASTBAAR RESULTAAT 2018	-1.710.418	-2.100.599
BELASTBAAR RESULTAAT 2019	734.536	-1.366.063
BELASTBAAR RESULTAAT 2020	1.070.079	-295.984
	-295.984	-
UITGESTELDE WINST	4.106.542	-
COMPARTIMENTERINGSRESERVE	1.458.858	-
	5.269.416	-
BELASTBAAR RESULTAAT TEGEN 16,5%	200.000	
BELASTBAAR RESULTAAT TEGEN 25%	5.069.416	
PASSIEVE BELASTINGLATENTIE	1.372.363	
ACTIEVE BELASTINGLATENTIE	-73.996	-
BELASTINGLATENTIE	1.298.367	-

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. De actieve en passieve latentie zijn gesaldeerd in de balans opgenomen omdat Monolith verwacht deze posities in de toekomst op hetzelfde moment af te wikkelen.

Per 31 december 2020 bedraagt het verschil tussen commerciële en fiscale waardering van effecten en de compartimenteringsreserve, na aftrek van de verrekenbare verliezen, EUR 5.269.416. Hierover is latent EUR 1.298.367 (2019: EUR 53.384) vennootschapsbelasting verschuldigd. Hiervoor is per 31 december 2020 een langlopende schuld voor latente belastingen opgenomen.

De belasting over het resultaat ten bedrage van EUR 1.244.983 kan als volgt worden toegelicht:

	31-12-2020 EUR	31-12-2019 EUR
RESULTAAT VÓÓR BELASTINGEN	670.455	10.631.387
LATENTE VENNOOTSCHAPBELASTING	1.244.983	18.167
ACUTE VENNOOTSCHAPBELASTING HUIDIG BOEKJAAR	-	-
VENNOOTSCHAPBELASTING VOORGAANDE BOEKJAREN	53.384	35.218
BELASTING OVER HET RESULTAAT	1.244.983	18.167
EFFECTIEF BELASTINGTARIEF	185,69%	0,17%
TOEPASSELIJK BELASTINGTARIEF	24,87%	20,41%

Het nominale VPB-tarief bedraagt in 2020 16,5% voor de eerste EUR 200.000 belastbare winst en 25% over het meerdere. Het effectieve tarief wijkt af doordat deelnemingsresultaten (positief en negatief) buiten aanmerking blijven. De effectieve VPB-druk in 2020 bedraagt hierdoor circa 186%.

De compensabele verliezen zoals bovenstaand uiteengezet zijn verrekenbaar tot 9 jaar nadat ze zijn ontstaan (dus 2011 verrekenbaar tot 2020, 2012 tot 2021 enz.). Vanaf 2019 zijn verliezen nog slechts 6 jaar voorwaarts verrekenbaar.

9. KORTLOPENDE SCHULDEN (TEN HOOGSTE ÉÉN JAAR)

9.1 Rekening-courant

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

9.2 Overige schulden en overlopende passiva

	31-12-2020 EUR	31-12-2019 EUR
NOG TE BETALEN MANAGEMENTVERGOEDING	63.645	85.714
OVERIGE NOG TE BETALEN KOSTEN	127.226	105.675
	190.871	191.389

Er is geen sprake van specifieke betalingscondities. De schulden uit hoofde van prestatievergoeding en management-vergoeding worden onvoorwaardelijk voldaan na balansdatum.

10. OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN EN OVERIGE BATEN

10.1 Dividend

Hierin zijn verantwoord de bruto contante dividenden.

10.2 Overige baten

Hierin zijn onder meer verantwoord 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 1.241 (2019: EUR 9.325) 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 185.514 (2019: EUR 149.767) aan inkoopkosten ontvangen.

11. KOSTEN

11.1 Managementkosten

	01/01/2020 31/12/2020 EUR	01/01/2019 31/12/2019 EUR
MANAGEMENTVERGOEDING MIM*	757.721	1.050.158
	757.721	1.050.158

* Dit betreft vergoedingen aan MIM, de directie van Monolith.

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 totale bedrag aan beloning dat MIM in 2020 uitkeerde aan medewerkers (circa 4,4 fte) van MIM bedraagt EUR 494.509. Het vaste deel van de beloning bedroeg EUR 494.509 en het variabele deel van de beloning bedroeg EUR 0. Het totaal aan beloning van zogenaamde geïdentificeerde medewerkers (waaronder directie) bedroeg EUR 487.044; ten aanzien van uitsluitend de directie van MIM bedroeg dit respectievelijk EUR 258.917. Alle medewerkers zijn geheel of gedeeltelijk betrokken bij de activiteiten van Monolith.

11.2 Bankkosten

	01/01/2020 31/12/2020 EUR	01/01/2019 31/12/2019 EUR
KOSTEN DEPOTBANK	13.895	19.330
TRANSACTIEKOSTEN	72.806	40.500
	86.701	59.830

11.3 Overige kosten

	01/01/2020 31/12/2020 EUR	01/01/2019 31/12/2019 EUR
KOSTEN ADMINISTRATIEVOERING EN CERTIFICAATHOUDERREGISTER	34.554	42.784
KOSTEN BEWAARDER	15.790	16.462
KOSTEN BROKER RESEARCH	7.500	5.598
ACCOUNTANTSKOSTEN	31.044	17.002
KOSTEN FISCAAL ADVIES	10.435	26.450
KOSTEN JURIDISCH ADVIES	31.368	15.823
KOSTEN OPSTELLEN (HALF)JAARVERSLAG	5.885	7.268
KOSTEN TOEZICHT AFM EN DNB	19.000	14.817
KOSTEN RAAD VAN COMMISARISSEN	9.075	9.075
KOSTEN AIFMD RAPPORTAGE	1.272	1.124
PUBLICATIEKOSTEN	16.000	16.750
VERZEKERINGSKOSTEN	6.111	6.110
FATCA/CRS	5.825	1.984
OVERIGE KOSTEN	3.637	3.554
	197.496	184.801

Accountantskosten

Accountantskosten betreffen kosten voor het onderzoek naar het jaarverslag over 2020 door de onafhankelijke accountant. De totale accountantskosten bedragen EUR 22.000 (2019: EUR 18.200). Naast de controle van de jaarrekening verricht de onafhankelijke accountant geen andere diensten voor het fonds.

11.4 Rentelasten

Hieronder is verantwoord de aan de bank vergoede rente op lopende schulden.

	01/01/2020 31/12/2020 EUR	01/01/2019 31/12/2019 EUR
RENTE LENING	14.478	23.455
RENTE REKENING-COURANT	20.916	11.286
	35.394	34.741

KOSTENVERGELIJKING	WERKELIJK	PROSPECTUS	% AFWIJKING
MANAGEMENTVERGOEDING MIM	757.721	757.721	0,00%
OVERIGE KOSTEN	197.496	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 (2020: EUR 501.941, 2019: EUR 731.311). 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, voor zover 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: 1,93% geannualiseerd (2019: 1,72% geannualiseerd). Over de verslagperiode is geen prestatievergoeding ten laste van Monolith gebracht. De lopende kosten factor ligt 0,23% boven (2019: 0,02% onder) 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 toetredingen 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 105,87 (2019: 161,18).

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 en Hauck & Aufhauser. 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.

11.5 Gebeurtenissen na balansdatum

Na balansdatum hebben zich geen gebeurtenissen voorgedaan met belangrijke financiële gevolgen voor Monolith N.V.

NIET UIT DE BALANS BLIJKENDE VERPLICHTINGEN

Kredietfaciliteit

Met Caceis/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.

Als zekerheid is gesteld dat Caceis/Kas Bank een eerste pandrecht heeft op de bij Caceis/Kas Bank N.V. in depot gehouden effecten.

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 31.211 certificaten in Monolith.



SCHALTBAU

Bode deursysteem voor treinen

Transacties met gelieerde partijen

In de verslagperiode hebben geen transacties met gelieerde partijen plaatsgevonden anders dan de betalingen van vergoedingen voor beheer, in overeenstemming met de bepalingen in het prospectus.

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.

Personeel

Bij Monolith zijn geen personeelsleden in dienst.

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.

Bestemming van het resultaat over het jaar 2020

De directie stelt met goedkeuring van de Raad van Commissarissen aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders voor het resultaat over het boekjaar 2020 ten bedrage van EUR -574.528 geheel ten laste van de overige reserves te brengen en over 2020 geen dividend uit te keren. Het resultaat 2020 is opgenomen onder het onverdeeld resultaat.

Vennootschapsbelasting

Monolith is een naamloze vennootschap, hetgeen betekent dat Monolith vennootschapsbelastingplichtig is ten aanzien van de door Monolith behaalde winst. Het tarief bedraagt 16,5% 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 beleggingsinstellingen) 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 voorgaande 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 belastingdienst 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 Certificaat houders 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 Certificaat houders 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 Certificaat houder 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 Certificaat houder kwalificeert onder moeder-dochter Richtlijn 90/435/EEG, zoals laatstelijk gewijzigd door Richtlijn 2015/121/EU, en geïmplementeerd in de dividendbelasting.

Amsterdam, 15 februari 2021

De Directie

Monolith Investment Management B.V.

OVERIGE GEGEVENS

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.



TECHNOTRANS
Koelingstechniek

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 2020

Ons oordeel

Wij hebben de jaarrekening 2020 van Monolith N.V. te Amsterdam gecontroleerd.

Naar ons oordeel geeft de in dit jaarverslag op pagina 52 tot en met 81 opgenomen jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Monolith N.V. op 31 december 2020 en van het resultaat over 2020 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW).

De jaarrekening bestaat uit:

1. de balans per 31 december 2020;
2. de winst-en-verliesrekening over 2020; 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 accountantsorganisaties (Wta), de Verordening inzake de onafhankelijkheid van accountants bij assurance-opdrachten (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 Raad van Commissarissen;
- verslag van de directie;
- investeringen;
- financieel verslag;
- 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 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 verslaggevingsstelsel 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 vennootschap;
- 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, 11 maart 2021

Mazars Accountants N.V.

w.g. drs. C.A. Harteveld RA

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





M O N O L I T H
INVESTMENT MANAGEMENT

