



datum 6 december 2018

VAN Daan van Vlaardingen

BETREFT Maandbericht Monolith

VERSLAGPERIODE November 2018, bericht 145

Beste aandeelhouder,

Na drie maanden van negatieve stemming op de aandelenmarkten, waren beleggers in november nerveus. Met afschuw keken zij naar hun ooit zo geliefde technologie-reuzen die nu een hoop roodgekleurd nieuws over Wall Street uitstrooiden. Zo waren er bijvoorbeeld tegenvallende vooruitzichten van Apple die een koersdaling van bijna 20% van het aandeel tot gevolg had. Verder concentreerden de zorgen zich rondom de vraag of de bedrijven nu op piekwinsten zitten en de angst dat de economische cyclus weer neerwaarts aan het gaan is. De voortdurende dreiging van een verdere escalatie van de handelsoorlog tussen de VS en China wakkert de onzekerheid op de financiële markten verder aan. Wereldwijd gingen aandelenkoersen een flinke stap terug in de derde week van november. Richting maandultimo trad er herstel op. De AEX Index eindigde de maand op 519,37 punten. Op herbeleggingsbasis steeg de Nederlandse largecap index met 0,5% en wist de maand per saldo dus nog net in de plus te eindigen. De gemiddelde Europese largecap lukte dat niet. De EuroStoxx50 Index daalde met 0,2%. De kleine beursgenoteerde ondernemingen presteerden slechter dan de grote. De Nederlandse smallcap index daalde met -3,7%. De Europese smallcaps tekenden een daling op van -2,4%. Monolith had opnieuw een zware maand en presteerde slechter dan de referentie-indices.

De intrinsieke waarde van Monolith daalde met -10,8% tot € 117,37 per certificaat. De intrinsieke waarde van Monolith Stonehenge nam af van € 130,17 naar € 114,10 per certificaat (-12,3%).

Onderstaande tabel toont de resultaten van onze twee investeringsmaatschappijen in relatie tot verschillende referentie-indices. Deze resultaten zijn berekend op basis van de intrinsieke waarde (i.e. na aftrek van kosten).

	November	2018	Cumulatief*	Geannualiseerd*
Monolith	-10,8%	-23,3%	134,7%	7,3%
Monolith Stonehenge	-12,3%	-26,5%	128,2%	7,1%
Nederlandse largecaps ¹	0,5%	-1,4%	62,0%	4,1%
Nederlandse smallcaps ²	-3,7%	-13,6%	77,2%	4,8%
Europese largecaps ³	-0,2%	-4,6%	20,3%	1,5%
Europese smallcaps ⁴	-2,4%	-8,4%	88,5%	5,4%

1. AEX Index; 2. GPR Dutch Smallcap Index; 3. DJ EuroStoxx50; 4. HSBC European Smaller Companies Index; allen op 'Total Return'-basis; * sinds start op 1 november 2006

Portfolio update

Aan het einde van de vorige maand had Monolith een kaspositie van circa 0,5%. De portefeuille van Monolith is sterk gefocust en bestaat op dit moment uit 9 ondernemingen. Prominent in de portefeuille zijn Kendrion, Amsterdam Commodities, Dr. Hönle en Schaltbau. In vrijwel alle ondernemingen in portefeuille houdt Monolith een belang van 5% of meer van het uitstaande kapitaal. In de afgelopen maand is er een kleinere verkoop gedaan in een Duitse onderneming waar wij nog in een opbouwfase waren. Besloten is hiermee niet verder te gaan en de positie geheel af te bouwen. Met deze afbouw is in de afgelopen maand een start gemaakt. Tevens zijn er, gebruikmakend van de recente forse koersdalingen, enkele aankopen gedaan. Daarnaast was er, zoals in het vorige maandbericht reeds weergegeven, een onttrekking uit Monolith Duitsland, de dochtervennootschap van Monolith N.V. die de Duitse investeringen houdt. Per maandultimo had Monolith een kaspositie van circa -2,4%. Per 1 december jl. is vervolgens echter als gevolg van stortingen voor € 1,3 mln. aan certificaten uitgegeven, waardoor de actuele debetstand minder dan 1% bedraagt.

Er was deze maand nagenoeg geen enkele onderneming die een positieve bijdrage aan het maandrendement had. De belangrijkste negatieve bijdrage kwam van Dr. Hönle. De nummer twee van de portefeuille daalde voor de tweede opeenvolgende maand en deze keer met maar liefst -20,6%. Ook de nummer één had het koersmatig opnieuw zwaar te verduren. De automotive-sector zit al maanden in het verdomhoekje en ook toeleveranciers van de auto-industrie maken enorme koersdalingen door. De beurswaarde van Kendrion smolt met -15,1% verder weg. Amsterdam Commodities, de nummer 4 van de portefeuille, gleed zonder enig (negatief) bedrijfsnieuws in de afgelopen maand verder af met -6,7%. De belangrijkste positieve bijdrage aan het maandrendement had Berentzen, al was de bijdrage, met een beperkte koerswinst van 2,5% en het relatief lage portefeuillegewicht, gering.

Per saldo is Monolith opvallend hard geraakt in de afgelopen vier maanden. De netto vermogenswaarde van Monolith daalde sinds eind juli jl. met circa 27%, waarmee het rendement vanaf de start van dit jaar komt op -23,3%. Verreweg de grootste veroorzakers hiervan zijn onze investeringen in Kendrion en Dr. Hönle, die vanaf eind juli jl. koersdalingen lieten zien van respectievelijk 39% en 38%. Gecombineerd met het relatief hoge gewicht in de portefeuille droegen ze daarmee in die periode gezamenlijk voor circa 70% bij aan het negatieve rendement. Kendrion en Dr. Hönle hebben echter volgens ons op dit moment een zwaar overtrokken lage waardering en zullen zich naar onze verwachting koersmatig snel herstellen. Wij lichten dat hieronder bij de beschrijving van relevante nieuwsfeiten in meer detail toe. De meeste andere investeringen hebben zeker ook geen hoge beurswaardering, maar daarvan zou men kunnen zeggen dat deze in lijn met het algehele beursbeeld zijn gedaald in de afgelopen maanden. Gekeken naar de gehele portefeuille is voor 2019 en 2020 volgens ons het volgende relevant. In géén van de huidige 9 bedrijven in portefeuille wordt in de komende 2 jaar een verlies verwacht. Daarnaast geldt voor alle ondernemingen, op Schaltbau na, dat ze nauwelijks schulden hebben en dus een gezonde balans. Op basis van de maandultimokoersen gelden de volgende getaxeerde, naar onze mening gezonde, financiële kengetallen.

Portefeuillekarakteristieken	2019t	2020t
Koers/winstverhouding	12,6	11,4
Dividendrendement	3,1	3,3
Rendement op geïnvesteerd vermogen	12,3%	13,0%

Bron: Monolith, Bloomberg

Voor wat betreft de ondernemingen in portefeuille was de maand november relevant nieuws ten aanzien van Kendrion, Dr. Hönle, Schaltbau en Masterflex.

Kendrion

Op 7 november jl. publiceerde Kendrion haar resultaten over het derde kwartaal. Deze vielen tegen. Hoewel winsten van de onderneming per kwartaal nog weleens kunnen fluctueren, was de daling van afgelopen kwartaal onverwachts hard. De nettowinst nam in vergelijking tot het derde kwartaal van 2017 met € 1,3 mln. af tot € 4,6 mln. (€ 0,30 per aandeel). De beurskoers ging hierop behoorlijk omlaag.

De omzet van Kendrion stond in het derde kwartaal duidelijk onder druk. Deze zakte met maar liefst 8% in en beide divisies waren daar debet aan. De industriële tak daalde met 4%. Dit was volgens de directie vooral het gevolg van incidentele effecten waaronder een zeer hoge groei in het vergelijkbare kwartaal. De marktomstandigheden zijn echter nog steeds goed, aldus de magnetenspecialist. De omzet van de automotive-divisie kromp met ruim 10% dus nog sterker dan die van de industriële tak. Hier hebben de effecten niet allemaal een incidenteel karakter. CEO Joep van Beurden, die wij 8 november jl. naar aanleiding van de cijfers spraken bij ons op kantoor, noemde een drietal oorzaken. De eerste is de terugvallende vraag naar diesel. Het sentiment rondom deze verbrandingsmotor blijft slecht na “dieselgate” en dit verbaast eigenlijk niet. Van Beurden sluit echter een ‘revival’ van een schonere versie in de toekomst niet uit, maar vraagherstel op korte termijn lijkt minder aannemelijk. De tweede oorzaak vormt het nieuwe Europese meetsysteem voor het meten van brandstofverbruik, CO₂-uitstoot en de uitstoot van vervuilende stoffen van personenauto's, dat recent is geïntroduceerd naar aanleiding van dieselgate. De uitgebreidere testprocedure, WLTP genaamd, zorgt voor vertraging van de toelating/introductie en dus de verkoop van nieuwe modellen. Volkswagen blijkt hiervan vooral last te hebben doordat modellen (te) laat zijn aangemeld. Deze Duitse autoproducent is nu juist de belangrijkste klant van Kendrion. De effecten van dit nieuwe systeem hebben een tijdelijk karakter. Als laatste oorzaak noemt de CEO het afnemende vertrouwen onder consumenten door onder meer afvlakkende economische groei, Brexit-onzekerheid en mogelijke handelsoorlogen. Hierdoor worden consumptieve ‘big ticket’-aankopen, waaronder auto's, uitgesteld. Dit was goed merkbaar in de belangrijke Chinese automarkt, waar verkopen voor het eerst sinds vele jaren onder druk stonden. Of dit afkalvend consumentenvertrouwen slechts tijdelijk van aard is, valt voor Kendrion moeilijk te duiden.

Door de duidelijk lagere omzet in het derde kwartaal stond de winstgevendheid fors onder druk. De directie moest daardoor de winstmargedoelelstelling voor de periode 2016-2018 loslaten. De genormaliseerde EBITA (operationele winst voor afschrijvingen van immateriële activa en buitengewone posten) bedraagt naar verwachting niet meer de beoogde 10% per eind 2018, maar komt volgens de nieuwste ondernemingsprognoses uit op iets boven 9%. Beleggers waren door het loslaten van de doelstelling extra teleurgesteld. Al eerder bleek dat de omzetdoelstelling van gemiddeld circa 5% groei op jaarbasis voor de planperiode 2016-2018 te ambitieus was ingestoken. Aan de margedoelelstelling werd echter bij de presentatie van de halfjaarcijfers halverwege augustus nog vastgehouden. Door de plotseling ingezakte vraag in automotive bleek ook deze doelstelling uiteindelijk dan toch iets te hoog gegrepen.

De teleurstellende resultaten over het derde kwartaal voedden de twijfel bij beleggers aan de prospectieve groei van Kendrion. Deze twijfel was al eerder aangewakkerd nadat de omzetgroei over de periode 2016-2018 achterbleef bij de doelstelling. Waarbij de twijfel nog eens werd gevoed door het feit dat de directie op de Capital Markets Day medio augustus, bij de

bekendmaking van de nieuwe strategische doelstellingen voor de periode 2019-2023, geen concrete omzetdoelstelling bekendmaakte. De groeiperspectieven van de onderneming zijn volgens ons echter nog steeds veelbelovend door de alsmaar toenemende automatisering ten behoeve van efficiency, veiligheid en comfort. De volle pijn aan projecten bevestigt onze visie. De ontwikkelingen op korte termijn hebben momenteel echter de overhand onder beleggers, waarbij dus weinig onderscheid lijkt te worden gemaakt in de tijdelijke en structurele oorzaken daarvan. Naar onze mening is daardoor een enorme waardeklouf ontstaan. De gemiddelde analistentaxatie voor de winst per aandeel van 2019, zoals verzameld door Bloomberg, is na de bekendmaking van de cijfers fors verlaagd van € 2,56 naar € 2,22 (-13%). Gegeven de aandelenkoers van € 22,70 per ultimo november, zijn beleggers kennelijk nog slechts bereid 10 keer de winst te betalen voor Kendrion. Dit is circa 25% onder de gemiddelde 'multiple' van 13 á 14 die in het verleden voor Kendrion werd betaald en die nu nog steeds wordt betaald voor een groep vergelijkbare ondernemingen. De financiële markt houdt er dus impliciet rekening mee dat de onderneming op de middellange termijn geen groeipotentie heeft. Daarmee wordt wel met een erg zwarte bril gekeken. De ijzersterke balans biedt hier volgens ons uitkomst. De beste investering die Kendrion op dit moment kan doen is die in zichzelf. Door eigen aandelen in te kopen kan Kendrion het rendement op eigen vermogen verder opschroeven. De winst zal dan over minder aandelen verdeeld hoeven te worden, hetgeen het dividendrendement ten goede zal komen. Tegelijkertijd zou de onderneming daarmee een duidelijk signaal afgeven aan de financiële markt dat de huidige beurskoers wel heel ver af ligt van de reële ondernemingswaarde.

Dr. Hönle

Dr. Hönle heeft een uitstekend boekjaar 2017/2018 (lopend van oktober tot en met september) achter de rug. Dit werd in de afgelopen maand nogmaals bevestigd met de derde opwaartse winstaanpassing van dit jaar. De directie ging aanvankelijk uit van een bedrijfsresultaat (EBIT) van € 26 tot € 28 mln. Deze werd vervolgens in drie stappen verhoogd naar een bandbreedte van € 30,5 tot € 31,5 mln. Dit betekent ruimschoots een verdubbeling ten opzichte van de gerealiseerde € 15 mln. in het voorgaande boekjaar 2016/17. De koers van Dr. Hönle maakte op het persbericht een flinke sprong omhoog. Later in de maand werd het aandeel echter getroffen door diverse mediaberichten over mogelijk tegenvallende iPhone-verkopen. Apple is namelijk zowel direct als indirect een belangrijke klant van de kleefstoffendivisie van Dr. Hönle. Een voorbeeld is de camera van de iPhone, die op het toestel wordt geplakt met UV-gedroogde kleefstof van Dr. Hönle. De uitstekende resultaatontwikkeling van afgelopen jaar werd juist gestuwd door de kleefstoffendivisie. De koersdaling van meer dan 20%, die volgde op de berichten over de iPhone, is volgens ons zwaar overdreven. Een mogelijk lagere verkoop van de iPhone wil niet direct zeggen dat ook Dr. Hönle eenzelfde omzetsdaling tegemoet zal zien. Per apparaat is namelijk steeds meer kleefstof van Dr. Hönle nodig als gevolg van nieuwe toepassingen, zoals de gezichtsherkenning op de nieuwste modellen van Apple. Hierdoor kan ook met lagere verkoopvolumes van de smartphones (en tablets) toch een hoger resultaat worden neergezet. Daarnaast moet niet worden vergeten dat met de productie van UV-gedroogde kleefstoffen enorm wordt geprofiteerd van de miniaturiseringstrend in de elektronica. Verkleven is in micro-elektronica namelijk veelal de meest efficiënte vorm van bevestiging. De vraag naar speciale UV-gedroogde lijmen neemt dus naar verwachting alleen maar toe. Mede als gevolg van die trend lopen er bij Dr. Hönle een groot aantal kleefstoffenprojecten, die naar verwachting de komende tijd zichtbaar gaan worden in het resultaat. Onder meer lopen er tenders bij grote elektronica producenten zoals Samsung.

Dr. Hönle hanteert zelf voor het lopende boekjaar 2018/19 een relatief ruime bandbreedte van een EBIT tussen € 30 en € 36 mln. Dit betekent dat het management van de onderneming, uitgaande van het midden van de bandbreedte, een winststijging van zo'n 7% verwacht en een winst per aandeel van naar schatting € 4,20 zal realiseren.

Met de huidige beurskoers van het aandeel wordt Dr Hönle op 13 keer de winst over het lopende boekjaar gewaardeerd. Deze waardering is weliswaar gelijk aan de historische waardering van de onderneming, maar wij achten een dergelijke 'multiple' niet meer reëel voor het huidige stevig getransformeerde Dr. Hönle. Voorheen werd een groot deel van de omzet gerealiseerd uit onderdelen voor de traditionele grafische industrie. Op dit moment is de onderneming echter veel meer een specialist op het gebied van kleefstoffen, waarmee inmiddels meer dan 70% van de winst wordt behaald. Voor vergelijkbare bedrijven in het kleefstoffensegment wordt gemiddeld ruim 16 keer de winst betaald.

Bovendien heeft de onderneming nog op diverse andere vlakken ontwikkelpotentieel voor winstuitbouw die nog niet in de taxaties van het management (en van ons) zijn meegenomen. Bij dochterbedrijf Raesch, bijvoorbeeld, kan de komende tijd een flinke winstsproming worden verwacht nu de problemen bij de productie van hoogwaardige kwartsstaven en -buizen eindelijk verleden tijd lijken te zijn. Daarnaast komt de vraag naar ballastwaterzuiveringssystemen op basis van UV-technologie voor zeeschepen langzaam, maar zeker, op gang. Deze vooruitzichten zijn nog lang niet verdisconteerd in de huidige beurskoers. Daarbij nog, niet onbelangrijk, de onderneming heeft een verwaarloosbare schuldpositie van circa € 13 mln. op een beurswaarde van circa € 300 mln. Al met al kunnen wij op basis van het bovenstaande niet verklaren waarom de beurswaardering van Dr.Hönle in de afgelopen maanden zo is geïmplodeerd.

Schaltbau

Afgelopen maand heeft zich veel afgespeeld rond Schaltbau. De onderneming kwam met een drietal persberichten naar buiten, waaruit naar voren komt dat de operationele gang van zaken verder verbetert en de risico's afnemen.

Het eerste persbericht betrof een duidelijke reductie van de risico's. De specialist in transporttechnologie kondigde een afschrijving aan op de boekwaarde van een tweetal dochterbedrijven ter grootte van € 12 mln. Hiermee werd het balansrisico van deze dochters fors teruggebracht. Van de boekwaarde van de Spaanse dochteronderneming ALTE (producent van toiletsystemen) werd € 10 mln. afgeboekt. ALTE is een probleem waarvan Schaltbau zich snel moet verlossen. Bij deze relatief onbelangrijke dochter lekt namelijk door aanhoudende verliezen veel geld weg. De vraag is hoe lang dat nog voortduurt. Deze onzekerheid zorgt er voor dat (potentiële) aandeelhouders een hogere risicopremie eisen, hetgeen de ondernemingswaarde van Schaltbau als geheel omlaag drukt. Ten slotte kost het buitenproportioneel veel managementaandacht. Die tijd kan beter besteed worden aan de verbetering van de winstgevendheid bij grotere dochters. De forse aanpassing van de boekwaarde van ALTE zien wij als een grote stap richting een oplossing. Die oplossing zal naar onze mening liggen in de verkoop (om niet, of zelfs met wat geld toe) of een faillissement. De resterende € 2 mln. betreft de afschrijving op de balanswaarde van Bode UK. Dit is een heel kleine dochter die actief is in treinrenovaties in Engeland. De afgelopen jaren draaide deze dochter rond het 'break even' niveau.

Het tweede bericht betrof de korte update over de eerste negen maanden. De positieve operationele ontwikkeling die in het eerste halfjaar langzaam gestalte kreeg, bleek zich te hebben doorgezet in het derde kwartaal. De onderneming realiseerde over de periode januari tot en met

september een omzetgroei van 4%. Het onderliggende bedrijfsresultaat, ofwel EBIT (gecorrigeerd voor buitengewone posten zoals de bovengenoemde afboeking), verbeterde van een verlies van € 16 mln. naar een winst van ruim € 12 mln. Daarmee zit de onderneming al dicht tegen de jaarprognose van een onderliggende EBIT van rond € 15 mln. Het bestuur wenste de prognose echter (nog) niet te verhogen. Naar het zich laat aanzien kan Schaltbau dan eindelijk gaan breken met de jarenlange traditie van neerwaartse winstaanpassingen. De goede ontwikkelingen zijn vooral afkomstig van de zeer winstgevende divisie 'Componenten' die profiteert van de sterke vraag naar schakelaars en connectoren. De divisie 'Mobiele Transport Technologie' wist zich echter ook te verbeteren en schrijft weer zwarte cijfers. De verbetering kwam volledig tot stand bij Bode, het grootste dochterbedrijf in deze divisie. De operationele verliezen bij ALTE hielden ook in het derde kwartaal aan. Ten slotte bleef de 'Stationaire Transport Technologie' divisie verlieslatend. De eerder in het jaar genomen kostenmaatregelen moeten hier in het vierde kwartaal en volgend jaar duidelijker effect gaan sorteren. Inclusief buitengewone posten eindigde Schaltbau de eerste negen maanden met een groepsverlies van € 9 mln. (€ 1,39 per aandeel) tegen een verlies van € 37 mln. het jaar ervoor. Exclusief buitengewone posten verwachten wij dat Schaltbau dit jaar rond het break-even-point eindigt, waarna volgend jaar een duidelijk positief resultaat kan worden gerealiseerd.

Ten slotte meldde de onderneming dat de Spaanse dochter Sepsa (producent van informatiesystemen voor treinen) een grote opdracht in de VS heeft gewonnen. Deze order hing al langer in de lucht en betreft informatiesystemen voor minimaal 535 metrostellen van New York met mogelijk uitbreiding met nog eens ruim 1000 wagons. De maximale orderomvang bedraagt \$ 134 mln. voor de periode 2019-2025. Met deze grote order op zak is de fabriek voor de komende jaren in ieder geval goed bezet. Dit maakt het dochterbedrijf, dat dit jaar te koop is gezet, natuurlijk aantrekkelijker voor potentiële kopers. Al met al is er in het laatste half jaar onder de nieuwe bezetting van de RvC en de nieuwe CEO een goede focus op het behalen van verdere mijlpalen onderweg naar normalisatie van deze herstructureringsinvesteringscasus.

Masterflex

De specialist in hoogwaardige slangen en verbindingssystemen gaf een update over de ontwikkelingen in de eerste negen maanden. Na de lichte winstwaarschuwing in oktober, waarbij de omzetgroei-doelstelling van 4% tot 8% werd gehandhaafd, maar de doelstelling voor het bedrijfsresultaat werd verlaagd van een marge van 9,5% naar een marge van 8,0% tot 9,0%, leverden de resultaten geen enorme verrassingen. Bij een 3% hogere omzet werd een daling van het onderliggend bedrijfsresultaat gerealiseerd van 10% naar € 5,2 mln. De operationele marge bedroeg 8,8%. Dankzij lagere niet-operationele en financiële kosten, alsmede een lagere belasting, was de nettowinst van € 3,1 mln. (€ 0,33 per aandeel) fractioneel hoger dan de vergelijkbare periode vorig jaar. Het operationele resultaat wordt met name gedrukt door een hoog ziekteverzuim bij het belangrijkste dochterbedrijf Masterflex in Gelsenkirchen. Terwijl eerder in het jaar door personeelstekort de productie achterbleef, bleek in het derde kwartaal het probleem in de uitlevering te zitten vanwege een tekort aan mankracht in het magazijn.

Het realiseren van de aangepaste jaarprognose is overigens nog behoorlijk ambitieus. Om de onderkant van de omzetdoelstelling te halen moet in het vierde kwartaal ruim 8% meer worden uitgeleverd. Het management gelooft dat dit haalbaar is. Het orderboek is volgens hen nog steeds heel goed gevuld. Bovendien was de uitlevering in oktober, mede door de hoge voorraad gereed product, flink wat beter. Ten slotte helpt een relatief gemakkelijke vergelijkingsbasis ten opzichte van vorig jaar. De beurskoers bleef in de verslagmaand zo goed als onveranderd.

