

***Stichting  
Rechtsbescherming  
Beleggers***

**SRB**

**De Aandeelhouder**

**Nieuwsbrief jaargang 32**

**Nummer 185**

**28 januari 2020**

*Redactie: C.M.A. Stevense*

**Redactie:** C.M.A. Stevense  
Beatrixstraat 44  
5331 TE Kerkdriel

**Mobiel:** 06-28634699

**Website:** [www.stichtingsrb.nl](http://www.stichtingsrb.nl)

**E-mail:** [info@stichtingsrb.nl](mailto:info@stichtingsrb.nl)

**ING bank:** NL83 INGB 0007 7338 88

**K.v.K.:** Rotterdam S 41129095

Stichting Rechtsbescherming Beleggers baseert zich op betrouwbaar geachte bronnen. Voor onjuistheden en gevolgen van het gebruik van de in deze nieuwsbrief genoemde informatie aanvaardt Stichting Rechtsbescherming Beleggers echter geen enkele aansprakelijkheid.

## Ten geleide.

In deze De Aandeelhouder de verslagen van de (B)AVA's die wij tussen eind september en half december bezocht hebben. Door ruimtegebrek komt het verslag van Value8 in de volgende. Ook is de lijst met de Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders voor 2020 bijgevoegd.

## Beleggersdag 30 november 2019

Onze Beleggersdag 2019 is wederom weer een succes geworden. ICT Group, Basic-Fit, Snowworld en Kiadis Pharma gaven uitstekende presentaties. Het is gebleken dat het besluit om de investor relationsprijs aan NIBC toe te kennen een goede was. Voor het eerst sinds de familie Engels hun zalen en restaurant verkocht hebben waren er geen klachten over het eten. Vanaf deze plaats willen we de aanwezigen hartelijk danken voor hun aanwezigheid. Wij hopen u op **28 november 2020** weer te zien.

## Excursies en presentatie

Op 24 en 31 oktober hebben wij succesvolle excursies naar Alumexx en DGB georganiseerd. Ondanks dat Etten Leur en Hardenberg wat verder weg liggen, zijn deze goed bezocht. Ook de presentatie bij Indexus over ETF's was goed bezocht. Na afloop van de excursies en presentatie hebben we weer een aantal nieuwe aangeslotenen bij kunnen schrijven. Wij willen alle deelnemers aan deze activiteiten hartelijk danken voor hun deelname. Voor het AVA-seizoen begint proberen we nog een presentatie over ETF's te organiseren.

## Ons voorgedaan

Half oktober bereikte ons het droevige bericht dat de heer Fred Heinemann toch nog onverwacht is overleden. De heer Heinemann was een markante persoon. Tijdens zijn werkzame leven heeft hij in verschillende landen over de hele wereld gewoond en gewerkt. Hij wist ook overal vanaf. In het verpleegtehuis, waar hij verbleef na zijn val, werd hij door de andere patiënten aangesproken met "professor". Voerde ook altijd het woord tijdens de AVA's waar hij aanwezig was. Hij begon steevast met zich voor te stellen als: 'Ik heet Heinemann, ik ben particulier aandeelhouder, woonachtig in Den Haag.' Gedurende de jaren dat hij aangesloten was bij onze Stichting hebben wij hem leren kennen als een actieve aangeslotene. Buiten de vergaderingen nam hij regelmatig contact op met het secretariaat. T.a.v. onze Beleggersdagen was hij meestal een van de eerste die zich aanmeldde. Hij vond het ook jammer dat hij in 2018 niet meer bij kon zijn. Als bestuur hebben wij hem in zowel het ziekenhuis als in het verpleegtehuis enkele keren bezocht. Dit stelde hij zeer op prijs.



Op 18 oktober zijn wij in Breda met enkele familieleden en kennissen bij elkaar geweest om hem te gedenken. De Stichting verliest in hem een kundige en meelevende aangeslotene. Moge hij rusten in vrede.

## De beurs.

De beurs is in een wat rustiger vaarwater terecht gekomen nu politieke onzekerheid wegebt. Trump heeft met China een fase 1 akkoord getekend. Het is nu afwachten of China er zich aan houdt. Op het Brexit front is het momenteel ook rustig. De onderhandelingen met de EC zullen wel langer duren dan men nu denkt. Uiteindelijk kan Queen Elisabeth nog haar veto erover uitspreken. Dan gaat het helemaal niet door. Al met al reden voor beleggers om het rustig aan te doen. Inmiddels is er ophef ontstaan over de levering van een EUV machine van ASML aan

China. Op vragen hierover reageert de heer Peter Wennink (CEO) zoals altijd laconiek. Inmiddels blijkt dat Intel bij het onderdeel datacenteroplossingen met 19% omzetsijging boven verwachting heeft gepresteerd. Een goede opsteker voor ASML.



en de complete top.

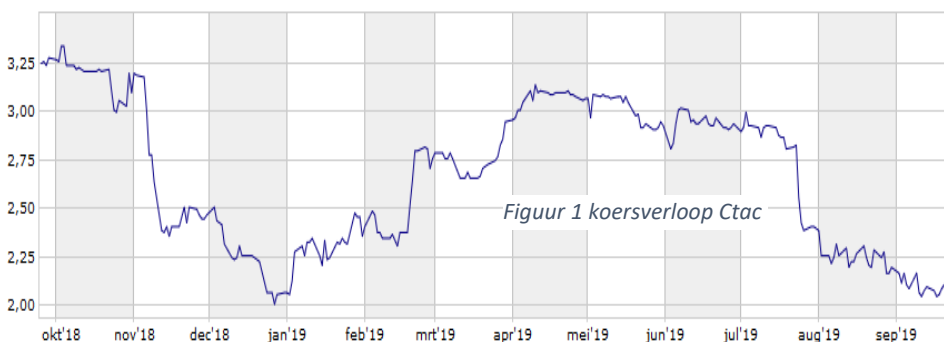
Ctac is een Business & Cloud Integrator in 's-Hertogenbosch, actief in Nederland, België en Frankrijk en creëert door continu te innoveren, de benodigde business value. Er wordt een breed scala aan oplossingen van SAP en Microsoft 'on any cloud' geboden. Men levert diensten op het gebied van business consultancy, managed services, projecten, learning en detachering. Ook heeft Ctac een aantal eigen producten waaronder de XV Retail Suite die bestaan uit een omnichannel gedreven Point-of-Sale & Loyalty platform en Fit4Woco, (een ERP-oplossing voor de woningcorporatiemarkt in Nederland). Er is in 27 jaar ruime ervaring en inhoudelijke kennis opgebouwd in de retail, wholesale, manufacturing en real estate.

Het personeelsbestand is t.a.v. van leeftijd, kennis en ervaring goed gebalanceerd.

Samenwerken om gemeenschappelijke doelen te bereiken staat hoog in het vaandel. Er werken per ultimo juni 2019 406 medewerkers.

Op 24 september 2019 hield Ctac een Bijzondere Algemene Vergadering van Aandeelhouders (BAVA) met als doel de benoeming van een nieuwe CFO. Op 22 maart jl. heeft de heer Douwe van der Werf vanwege persoonlijke omstandigheden en in goed overleg zijn vertrek aangekondigd. De heer Van der Werf was sinds 2012 in dienst. Men is meteen begonnen om een opvolger te zoeken.

Deze hebben ze gevonden in de 44-jarige Pieter-Paul Saasen. De heer Saasen heeft accountancy gestudeerd en was partner bij BDO Audit & Assurance. Verder was hij bij BDO-voorzitter van de National Assurance Board en lid van het Audit Innovation Oversight Committee en de BDO Global Audit Leadership Committee. Daarvoor heeft hij in Amsterdam bij PWC gewerkt en bij de Nederlandse Bank.



Over de eerste helft (H1) heeft Ctac een licht lagere omzet van € 41,4 mln. (-2,5%) behaald. Doordat het resultaat negatief is beïnvloed door incidentele lasten, is de verwachting over heel 2019 naar beneden bijgesteld. Dit in tegenstelling tot eerdere verwachtingen.

De EBITDA (bedrijfsresultaat voor afschrijvingen) daalde, exclusief impact IFRS 16, met € 0,7 mln. naar € 1 mln.

De EBIT (bedrijfsresultaat) daalde, exclusief impact IFRS 16, met € 0,9 mln. naar € 0,3 mln. Het nettoresultaat dat in H1 van 2018 nog € 0,9 mln. was, is over H1 2019 nihil.

Deze omzeteffecten hebben een negatief effect op de brutomarge. Deze daalde van € 29,3 mln. in H1 2018 naar € 28,5 mln. in H1 2019 (-€ 0,8 mln.).

De IP-strategie (innovatie) blijft ongewijzigd. Er zijn nieuwe contracten met een Europese retailer (kassa-systemen) en een commercieel vastgoedbeheerder (Fit4RealEstate) afgesloten. Op basis van de omvang en de kwaliteit van de orderportefeuille denkt men dat zowel de omzet als het resultaat over 2019 lager zal zijn. Nieuwe IP-producten zullen mogelijk vanaf 2020 een positief effect hebben op de resultaten.

De dienstverlening van Ctac Cloud Services is in Nederland gegroeid. Het productportfolio is eind 2018 opgeschoond. Omdat men transformeert naar pay per use contracten zijn er minder licenties verkocht. Samen met een terughoudende markt voor consultancy diensten resulteerde dit in een lagere omzet. In België namen de omzet en het resultaat toe door toenemende detachingsactiviteiten. Ctac heeft last van toenemende schaarste van IT-personeel. Door hogere afschrijvingslasten, incidentele lasten door het vertrek van de CFO (in mei 2019) en na-ijlende ontwikkelingskosten voor IP-producten namen de bedrijfslasten toe.

De bedrijfslasten waren in H1 2019 met € 28,1 mln. op hetzelfde niveau als in H1 2018. Omdat in H1 2018 voor een bedrag van € 1,7 mln. ontwikkelkosten is geactiveerd resulteerde dit toen in een verlaging van de personeelskosten. In H1 2019 daalden de personeelskosten weer, maar nu door afname van het aantal fte's. Daar tegenover stonden kosten door het vertrek van de CFO wat weer contractuele verplichtingen, vervangings- en wervingskosten met zich meebrengt. Verder waren er na-ijlende ontwikkelingskosten voor IP-producten noodzakelijk voor een optimale aansluiting op specifieke wensen van klanten voor Fit4Woco en XV Retail. Men verwacht dat de contracten met deze nieuwe klanten vanaf 2020 positief gaan bijdragen aan de omzet- en resultaatontwikkeling.

Het balanstotaal nam af van € 48,3 mln. eind 2018 naar € 47,8 mln. eind juni 2019 door reguliere afschrijvingen. Door de toepassing van IFRS 16 nam het balanstotaal eind 2018 toe met € 7,9 mln. waardoor de solvabiliteit (eigen vermogen/balanstotaal) 8,3% afnam.

IFRS 16 zorgt voor een veranderde aanpak van leases. De huurder is verplicht om alle lease- en huurverplichtingen te activeren op de balans. Naast balansverlenging zijn er ook effecten in de verlies-en-winstrekening.

Door het seizoenpatroon nam de netto bankschuld in H1 2019 met € 1,8 mln. toe door de uitkering van vakantiegeld, bonus, cashdividend (€ 673.000) en earn out-verplichtingen in Q2. De kasstroom was hierdoor in H1 2019 € 1,8 mln. negatief (2018: € 1,7 mln. negatief).

De kaspositie was eind H1 € 2,1 mln. negatief (30 juni 2018: € 3,9 mln. negatief).

De solvabiliteit was 38,0% (ultimo 2018: 38,9%).

Door het keuzedividend is het aantal aandelen met 124.319 stuks gestegen naar 12.931.401.

Aandeelhouders die altijd zijn blijven zitten hebben nog weinig plezier gehad van hun bezit. Toch houden wij onze aandelen op de huidige koers van rond € 2 aan.



zwemt in het geld.

Voor de tweede keer in ruim een jaar wil Van Lanschot Kempen geld teruggeven aan de aandeelhouders. Dit gaat niet zonder statuten wijzigingen. Daarom is er op woensdag 9 oktober 2019 in Auditorium van de Van Lanschot-toren in 's-Hertogenbosch een Bijzondere Algemene Vergadering van Aandeelhouders (BAVA) georganiseerd.

Van Lanschot Kempen heeft de eerste helft (H1) van 2019 de nettowinst zien stijgen naar € 83,6 mln. (was € 39,3 mln. in H1 2018). De belangen in AIO II en in VLC & Partners zijn afgestoten voor ruim € 52 mln. Zonder deze bijzondere opbrengsten zou het resultaat t.o.v. H1 2018 gelijk gebleven zijn. De bedrijfslasten daalden met 9%. Men verwacht dat het kostenniveau dit jaar naar € 390 mln. zal dalen.

Het beheerd vermogen steeg met 23 naar € 82,6 mrd. De z.g. client assets stegen met 20% naar € 97,3 mrd. Deze netto-instroom is vooral te danken aan de divisie Asset Management door een mandaat van Stichting Pensioenfonds PostNL. Verder droegen de positieve koerseffecten bij aan de stijging. De fully loaded CET1-ratio was 22,7%.

Door de politieke en economische onzekerheid die de wereld momenteel teistert zijn de

Private Banking-klienten terughoudender om te beleggen. Tevens nam een aantal klanten winst waardoor het spaargeld met € 400 mln. steeg. Bij Private Banking was er een uitstroom van het beheerd vermogen van € 100 mln.

Het merk Evi wordt verder uitgebouwd. De voorkeur gaat hierbij uit naar particulieren met een vrij belegbaar vermogen onder de € 500.000.

Door de lage rente daalden de rente-inkomsten met 6% (j.o.j.).

<b>Kerncijfers</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
koers/winst verhouding	10,89	12,09	12,59	25,69	7,26
winst per aandeel	1,82	2,16	1,59	0,83	2,40
pay out	162,15 %	113,25 %	75,64 %	54,45 %	16,68 %
ev per aandeel	30,63	32,22	32,37	31,40	31,30
ultimo koers	19,82	26,15	19,98	21,23	17,40
hoogste koers	28,10	27,95	22,30	26,24	19,74
laagste koers	18,30	19,21	14,25	17,00	15,03

Vooraf de opbrengst van de 2 deelnemingen is de reden voor een kapitaalovergave in december van € 1,50 per aandeel omdat er een behoorlijk kapitaaloverschot is.

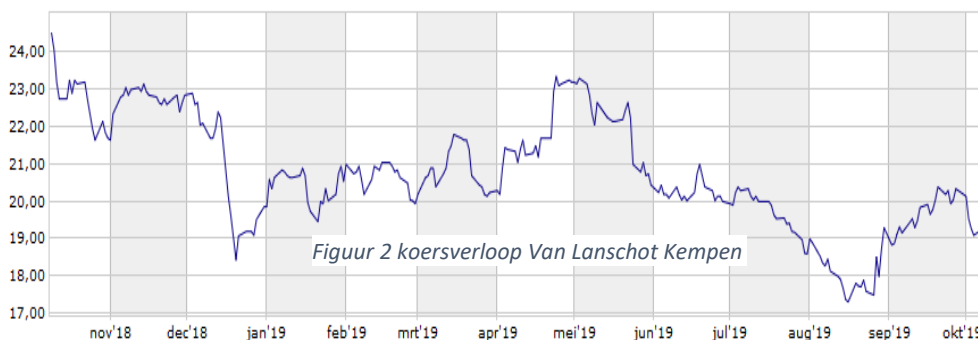
In totaal zal er, net als in 2018, ruim € 60 mln. terugvloeien naar de aandeelhouders d.m.v. kapitaalaflossing en aandelenconsolidatie. Deze combinatie is volgens Nederlands recht en wordt daarom toegepast door veel Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Dit vereist een BAVA en een statutenwijziging.

Het voordeel van deze methode is dat de teruggave van contanten aan aandeelhouders snel kan geschieden. Verder is hier geen Nederlandse bronbelasting op dividenden van toepassing en het verbetert de toekomstige winst per aandeel.

Er zijn hiervoor twee stappen nodig. Deze hebben betrekking op wijzigingen in de statuten.

Voor het eerste punt waren er twee statutenwijzigingen nodig. De reden is dat om dividendbelasting te vermijden het terug te geven kapitaal uit de agioreserve moet komen.

Eerst moet het nominale bedrag van de gewone aandelen verhoogd worden met € 1,50. Daarna is per statutenwijziging besloten om deze € 1,50 op 23 december uit te betalen aan de aandeelhouder/certificaathouder.



Op 21 februari van dit jaar kondigde Van Lanschot Kempen een aandeleninkoopprogramma aan i.v.m. de toegekende certificaten van aandelen aan medewerkers i.v.m. het beloningsbeleid en aandelenplannen. Op

7 juni is dit afgerond. Er zijn toen voor ongeveer € 8 mln. 370.000 certificaten van aandelen ingekocht tegen een gemiddelde prijs van € 21,49 per certificaat van aandeel.

Toch vinden wij het vreemd omdat Van Lanschot Kempen zich wil gaan begeven op het overnamevlak en deze eventuele aankopen niet ten koste mogen gaan in de beloningen voor aandeelhouders.

**TINC**

beheren als goede huisvader.

Omdat het boekjaar bij TINC van 1 juli tot 30 juni loopt wordt de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) later in het jaar gehouden. Deze is vastgesteld op de derde woensdag

van oktober. Dit jaar was deze dus op 16 oktober 2019.

Wat is TINC. Het is een afkorting van The INfrastructure Company en is beursgenoteerd met een gediversifieerde portefeuille van participaties in publieke en private infrastructuur in België, Nederland en Ierland en is sinds 12 mei 2015 genoteerd aan de Euronext in Brussel.

De opkomst was met een percentage van bijna 28% in onze ogen teleurstellend. De locatie was Yust en voor iedereen nieuw. Zelfs de bestuursvoorzitter (dhr. Jean-Pierre Blumberg) had er als inwoner van Antwerpen nog nooit van gehoord. Bij binnenkomst bleek dat degenen die gedeponereerd hadden bij KBC wel een depotbewijs hadden ontvangen maar dat de namen niet door waren gegeven aan TINC. Deze moesten dus allemaal handmatig bijgeschreven worden. Op basis van de bekende aantallen had men een wat kleinere zaal gehuurd. Uiteindelijk bleek dat met wat passen en meten iedereen toch in het zaaltje kon.

Aangezien er ook bij de Belgische bedrijven steeds meer vragen gesteld worden, gaat men steeds meer experimenteren om alles in goede banen te leiden. Bij TINC is men begonnen om tijdens de presentatie van de CEO vragen te stellen. Dit bleek een goed geslaagd experiment.

TINC heeft t.a.v. de groei van de portefeuille in het afgelopen boekjaar goede stappen gezet. Het resultaat over het afgelopen boekjaar was € 24,8 mln. (22,4%) Per aandeel is dit € 0,91. Dit resultaat is te danken aan hogere dividenden (+25,4%), ontvangen rente (+5,6%) en hogere niet-gerealiseerde winsten (+41,0%). De nettowinst was € 20,3 mln. (+ 4,8%) oftewel € 0,74 per aandeel. Dit is € 0,13 minder dan de winst per aandeel over het vorige boekjaar. De oorzaak was de aandelenemissie die vorig jaar gehouden is. Hiervan is een deel nog niet geïnvesteerd, maar wordt achter de hand gehouden voor toekomstige verplichtingen. Aan het einde van het boekjaar waren er € 61,7 mln. aan liquide middelen. M.a.w. dit geld rendeert nog niet.

Het eigen vermogen was € 331,3 mln. tegenover € 325,1 mln. op 30 juni 2018. Per aandeel is dit € 12,15 was (€ 11,92). In totaal heeft TINC 18 participaties in portefeuille. De reële marktwaarde was € 267,1 mln. (+ 9,7%). De waardering geschied op basis van een gewogen gemiddelde disconteringsvoet welke eenmalig verlaagd is van 8,26% naar 7,94%.

De individuele disconteringsvoeten variëren tussen 6,79% en 9,50%.

Het portefeuilleresultaat steeg 22,4% tot € 24,8 mln. Het dividend is € 0,50 per aandeel (€ 13,6 mln.). Per aandeel keert men € 0,45 uit in aandelen en € 0,05 in contanten (bruto: 3,92%).

Deze toename is het resultaat van de groei van de portefeuille en de toepassing van actuele waarderingsparameters die zijn afgeleid van de huidige marktvrage voor goede infrastructuur. Gedurende het boekjaar heeft men in België de investering in Storm Vlaanderen met € 15 mln. verhoogd om de capaciteit van nieuwe windparken met ca. 45 MW te verhogen. Hiermee bevestigt TINC haar rol als belanghebbende in de energie-transitie. In december 2018 heeft men samen met een aantal mede-investeerders een 12,5% participatie genomen in een portefeuille van vakantiehuizen die deel uitmaken van een vakantiepark in De Haan (Belgische kust). Hiermee heeft men voortgang gemaakt voor de verdere diversificatie van de portefeuille. Voor vakantiehuizen is er voor € 20 mln. aan investering toegezegd. Deze investering bedraagt ±€ 5,0 mln. Op dit moment wordt het vakantiepark grondig gerenoveerd en opgewaarderd tot een Center Parcs village (eigendom van Pierre & Vacances) met 4 birdies. In deze parken worden activiteiten en entertainment, voor jong en oud aangeboden. Men kan midden in de natuur relaxen of erop uitgaan in de veelzijdige omgeving.

De parken beschikken over een wildwaterbaan en spannende glijbanen in het subtropisch zwemparadijs Aqua Mundo.

Avontuurlijke activiteiten zijn: klimwanden, High Adventure Experience en de Zip Wire. Verder zijn er de zg. Cool Factor activiteiten, zoals Laser Battle en Paintball.

Voor de kinderen zijn er Kindercottages met eigen speelkamer.

De nabijgelegen attractieparken bieden vaak kortingen aan.

Kerncijfers van de onderneming (*)	2015	2016	2017	2018	2019
Winst per aandeel (WPA)	0,54	0,52	0,62	0,87	0,74
Groei WPA (%)	-	-	-	40,3	-14,9
Rendement op activa	4,7	-	5,4	6,8	6,2
Rendement op geïnv. Kapitaal	5,3	-	5,4	6,9	6,2
Dividend per aandeel (bruto)	-	-0.4675	0,48	0,49	0,50
Dividendrendement (bruto - %)	-	2,94	2,69	4,08	3,92
K/W	20	-	20,1	13,8	17,2
Kosten/inkomsten ratio	31,7	-	14,3	16,2	15,3
Eigen Vermogen/Totale Activa	99,8	99,7	99,8	99,8	99,8
Pay out ratio	-	54,2	77,5	69,1	67,3
Nettoschuld/Eigen Vermogen	-16,8	-18,0	-24,6	-23,3	-18,6

(\*) in 2016 is over 18 maanden gerapporteerd. De winst over 18 maanden was € 0,86

In de Market Dome zijn restaurants met een vers buffet of à la carte of voor een snelle snack. Ook is er live-entertainment met zangers en dansers, een Family Quiz en Casino Nights. Verder heeft men langjarige contractuele inkomsten van de vakantiegroep Pierre & Vacances. Deze nieuwe participatie laat zien dat men de portefeuille verder wil diversifiëren in de juiste context en met de juiste partners. TINC wil de kennis en het investeringsbeleid toepassen op interessegebieden om op lange termijn stabiele, terugkerende en voorspelbare kasstromen te genereren die het uitkeringsbeleid onderbouwen.

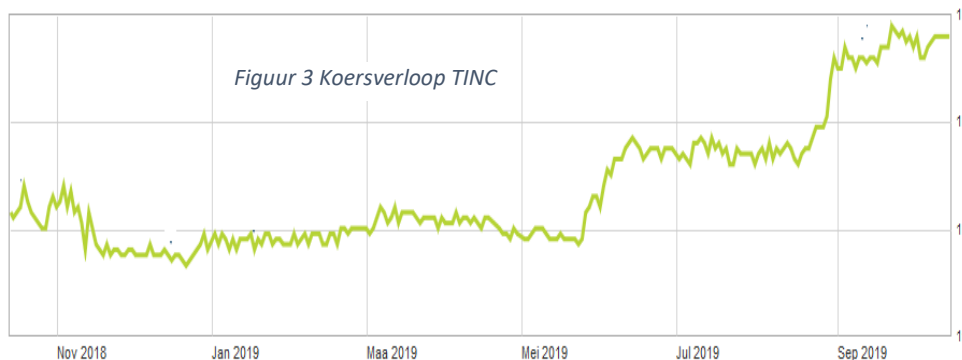
In Nederland heeft TINC in juli jl. (na afsluiting boekjaar) het investeringsengagement in Glasdraad met € 20 mln. verhoogd voor de aanleg van bijkomende glasvezelnetwerken (FttH oftewel Fiber to the Home). Hiermee draagt men bij aan de digitalisering van de Nederlandse buitengebieden. In augustus is er een overeenkomst getekend voor de verwerving van een meerderheidsbelang in het windpark Kroningswind op Goeree-Overflakkee (ca. 80 MW). Bij realisatie van het project kan de investeringstoezegging oplopen tot € 40 mln.

Op 30 juni 2019 had TINC voor € 42,5 mln. contractuele investeringstoezeggingen.

Deze betreffen bestaande en verwerving van nieuwe participaties.

Door de bestaande participaties en de uitstaande contractuele investeringstoezeggingen gaat de portefeuille, inclusief de investeringstoezeggingen van € 102,5 mln. na afsluiting van het boekjaar, op termijn naar € 370 mln.

Omdat de lage rente van dit moment voorlopig nog zal blijven worden kwalitatieve infrastructuurbedrijven en projecten gewaardeerd vanwege de stabiele en terugkerende inkomsten en kasstromen.



Het aanbod van deze projecten is beperkt en gefragmenteerd. Het gevolg is een competitieve markt met stijgende prijzen waardoor de rendementen dalen. Men moet potentiële projecten zeer gedisciplineerd beoordelen van de geboden geschiktheid.

Men kan bij de geboden opportuniteiten gebruik maken van de kwaliteit van de portefeuille en het netwerk en partners Dit alles komt de waardeontwikkeling van de portefeuille en de aandeelhouder ten goede, daarom houden wij onze aandelen.



DGB Group N.V., is een beursgenoteerde agritech specialist en softwarebedrijf voor de dierhouderij en daarmee verband houdende sectoren.

Op 31 juli maakte het bedrijf bekend dat de Raad van Bestuur (R.v.B.) met MountainShield Capital Fund (MSCF) overeengekomen is om 2.249.999 miljoen gewone aandelen DGB Group in te kopen. Deze ruim 2,2 miljoen aandelen vormen 52,7% van de free float en 29,9% van het totaal aantal uitstaande gewone aandelen.

Op 22 oktober 2019 zijn de aandeelhouders tijdens een Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders (BAVA) bijeen geweest om uitleg te krijgen en goedkeuring te verlenen. Door de koopovereenkomst beschikt het bestuur over de mogelijkheid om op ieder moment aandelen van MSCF te kopen. Iedere transactie moet minimaal 50.000 stuks groot zijn.

De transactie behelst dat de aandelen met 5% afslag t.o.v. de slotkoers één dag voorafgaand aan iedere transactie worden gekocht. Echter, als de slotkoers lager is dan 95/100e van € 0,30, of als de slotkoers hoger is dan 105/100e van € 1,13, dan zal de koopprijs € 0,30 of € 1,13 bedragen en zal niet worden verminderd met 5% afslag.

De duur van de koopovereenkomst is maximaal één jaar.

Men denkt dat de investering in eigen aandelen vanwege de huidige organische groei een goede mogelijkheid biedt om rendement te genereren voor haar aandeelhouders.

De R.v.B houdt vast aan de financiële vooruitzichten zoals bekend gemaakt is tijdens de AVA. Men wil graag een vaste groep aandeelhouders die zich betrokken voelen bij de onderneming. Als men mogelijkheden ziet om aandeelhouderswaarde te creëren wil men daarop anticiperen. Naast autonome groei wil men uitbreiden d.m.v. overnames in Nederland, België, Frankrijk en Duitsland. Door strategische overnames kunnen de softwaretoepassingen van het Dierplatform in Nederland uitgebreid worden naar een omzet van € 400 mln. per jaar.

Door deze inkoop van eigen aandelen wil het bestuur uitstralen dat men in de toekomstvisie gelooft. Ondanks het feit dat de resultaten over het eerste halfjaar (H1) lager waren.

Uiterlijk twee maanden na deze BAVA zal men de eerste tranche van ten minste 200.000 gewone aandelen inkopen tegen een reeds vastgestelde prijs van € 0,77.

Aan het einde van de eerste zes maanden was het bedrijfsresultaat voor afschrijvingen (EBIDA) € 0,8 mln. Over H1 2018 was het resultaat € 1,1 mln. De oorzaken waren hogere afschrijvingen, amortisatie en financiële lasten waardoor de nettowinst daalde van € 0,3 mln. naar € 0,1 mln. De bruto-omzet ging van € 15,2 mln. naar € 14,4 mln. In het segment Energie was sprake van een stevige klantengroei. Veel van deze nieuwe klanten zijn pas in de loop van 2019 actief beleverd met groene stroom en gas. Daarom gaf deze klantengroei nog geen omzettoename. Men verwacht dat over het hele jaar 2019 de klantengroei zal continueren en dat deze zichtbaar wordt in omzet en marge. Daarom houdt men aan de verwachting dat men dit jaar een bedrijfsresultaat van € 1,5 mln. behaalt.

Voor dit jaar verwacht men een groei van 36% voor de energietak. Men ligt op koers voor de verwachtingen voor 2019, 2020 en 2021.

Autonoom verwacht men de aankomende jaren een minimale brutomarge van € 6 mln. en een bedrijfsresultaat (EBITDA) van € 1,5 mln. De groei van 36% wil men aanwenden voor investeringen in de softwaredivisie. Daarom zal het bedrijfsresultaat ondanks de substantiële groei gelijk blijven.

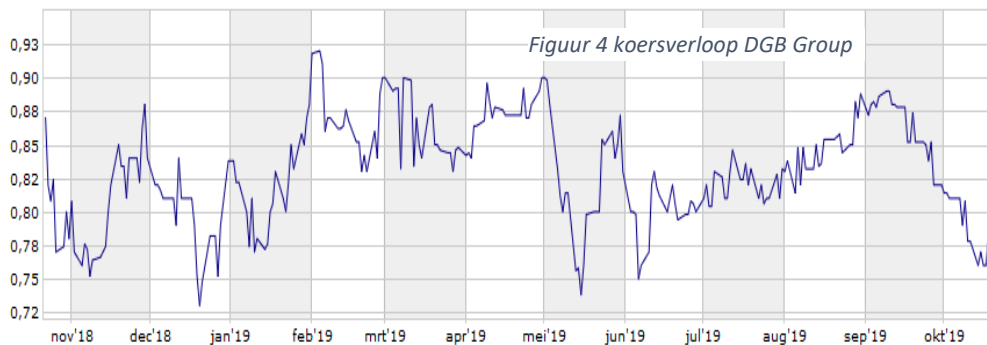
Wij hebben ons tijdens de stemming bij beide punten onthouden.

Op verschillende vragen van ons had men geen goed onderbouwd antwoord. Soms moest men toegeven dat men zich in bepaalde facetten niet verdiept had.

Tijdens de vergadering bleek dat men positief over de koersontwikkeling is. Vooral van de kant van MSCF, wat ook logisch is. Men verwacht dat de prijs dichtbij de € 1,13 zal zijn. Van de kant van GDB stelde men dat zelfs als de prijs van het aandeel naar € 2,-- of € 2,50 gaat men toch slecht € 1,13 hoeft te betalen. Op onze vraag waarom dat men dan € 0,30 als ondergrens hanteert en niet bv. € 0,77 bleef men het antwoord schuldig.

DGB is het eerste kleine beursfonds dat een accountant gevonden heeft.

Bij de benoeming van EY als accountant bleek dat men niet aan de accountant gevraagd had om aanwezig te zijn. Dus was deze er ook niet en konden we hem niet bevragen. De kosten schijnen mee te vallen. Wel is het zo dat hoe meer men zelf doet dat de kosten lager uitvallen.



Wij houden onze aandelen speculatief vast. Wij denken dat een prijs van € 2,-- of 2,50 voorlopig een utopie is. Door de stikstofproblematiek is het risico dat de omzet door een eventuele snelle krimp van de veestapel in die sector sneller daalt dan men

wenselijk acht. Men denkt dit op te vangen door meer omzet bij de particuliere dierenhouders te genereren. Wij vragen ons af of het één het ander op kan vangen.

Ook over de financiering van de inkoop van deze aandelen heeft men geen duidelijk beeld. Men denkt dit in de loop van de tijd uit de inkomende kasmiddelen te financieren. Indien dit niet lukt heeft men geen financieringsovereenkomst met banken afgesloten. Voordeel is wel dat bij een eventuele overname de aandelen een handig middel zijn voor de financiering.

a.s.r.  
de nederlandse  
verzekerings  
maatschappij  
voor alle  
verzekeringen

de ene komt, de ander vertrekt.

A.s.r. heeft besloten om per 1 februari 2019 een nieuwe managementstructuur in te voeren.

Daarmee wilde men het aantal leden van de Raad van Bestuur (R.v.B.) terugbrengen van 4 naar 3 personen. Daarmee was wel een vacature ontstaan.

Op 29 mei heeft de Raad van Commissarissen (R.v.C.) bekend gemaakt dat zij voornemens was om mevrouw Ingrid de Swart te benoemen tot lid van de Raad van Bestuur. Op 30 oktober 2019 zijn de aandeelhouders tijdens een Bijzondere Vergadering van Aandeelhouders bijgepraat over de benoeming zodat ze kan aantreden om naast de topman (CEO) Jos Baeten en financieel directeur (CFO) Chris Figeo leiding te geven aan het bedrijf. De R.v.B. zou weer compleet zijn, ware het niet dat de heer Figeo op 1 oktober te kennen heeft gegeven per 1 februari 2020 te vertrekken.

Mevrouw De Swart is geboren in 1969 en komt van Aegon Nederland. Hier was ze vanaf 2017 voorzitter particulier en maakte deel uit van de statutaire directie. Daarvoor werkte zij van 2001 tot 2009 bij Delta Lloyd waar zij verschillende management- en directiefuncties vervulde. Van 2009 tot 2013 was zij CEO bij ABN-AMRO-verzekeringen. In 2014 is zij teruggekeerd bij Delta Lloyd waar zij tot 2017 lid van de R.v.B. was.

Door het vertrek van de heer Figee naar KPN ontstaat er weer een vacature in de R.v.B. De heer Figee trad in 2014 in dienst bij a.s.r. De heer Baeten zei meteen dat hij sindsdien van onmisbare waarde was vooral bij de beursgang van a.s.r. Dit bleek meteen uit de koersreactie.

De heer Baeten wist dat de heer Figee een zwaardere functie ambieerde. Mogelijk heeft het feit dat Vivat naar NN Group en Anthora is gegaan hierin een rol gespeeld.



A.s.r. liet bij de publicatie van de halfjaarcijfers weten dat enkele methodes om kapitaalpositie te berekenen moesten worden herzien. Mogelijk is deze op dit moment in vergelijking tot de brancheleden te conservatief. Deze herziening

van naar schatting tussen € 50 mln. en € 100 mln. per jaar zal naar verwachting resulteren in een duidelijker beleid ten aanzien van aandeleninkoop en meer dividend.

Wij blijven vertrouwen houden in a.s.r. en houden onze aandelen.

**EUROCOMMERCIAL**

boert goed.

Vanwege het gebroken boekjaar hield Eurocommercial Properties (EP) op 5 november 2019 de jaarlijkse Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA).

EP is een Nederlandse beursgenoteerde vastgoedonderneming. met vastgoed dat vnl. uit winkelcentra bestaat in Frankrijk, Italië, België en Zweden.

De winst per aandeel is gestegen en het dividend verhoogd naar € 2,18 per certificaat van aandeel. Vanaf het volgende boekjaar wordt het dividend in twee keer uitbetaald zonder verlaging van het totale dividend.

De joint venture met AXA op Passage du Havre heeft een rendement van 3,7% behaald. De waarderingen van onroerend goed zijn stabiel ondanks een zeer kleine daling van 0,4%. Het netto-inkomen uit vermogen steeg met 3,9% en het direct beleggingsresultaat 3,9%.

Hieruit blijkt dat ondanks de vertragende Europese economieën, de vrees voor wereldhandelsoorlogen en de gele hesjes-protesten, het boekjaar 2018/2019 een goed jaar was. De winkelcentra blijven goed presteren met een positieve omzetgroei gedurende het jaar. In Frankrijk nam de groei met 1,8% af doordat de toegang tot de centra geblokkeerd werden. De onderhandelingen over de huren duurden vaak langer dan in voorgaande jaren, toch zijn de verhoging solide. Het Franse AXA, wat één van 's werelds grootste en meest ervaren vastgoedbeleggers is, heeft vertrouwen in de Franse markt voor eersteklas winkelcentra. Dit bewijst de 50% joint venture in het centrum van Parijs Passage du Havre met de prijs die overeenkomstig is met de in 2018 onafhankelijke vastgoedwaardering en een nettorendement van 3,7% geeft. Sinds de overname is de waarde verdubbeld. Andere prime retail deals in Frankrijk hebben vergelijkbare niveaus als gevolg door de onderliggende kracht van de sector. EP kan zich niet vinden in de geruchten dat het winkelklimaat in het VK slecht is en dat de huurprijzen onder druk staan vanwege faillissementen door de online verkopen en dat deze zullen uitbreiden naar de West-Europese markten. Men is van mening dat de belangrijkste reden voor de problemen in het VK de bezettingskosten van huurders is. De huurprijzen en de zakelijke tarieven zijn het dubbele van de markten in België, Frankrijk, Italië en Zweden. Het zwakkere economische klimaat door de Brexit remt het consumentenvertrouwen in het VK.

Online verkoop stijgt, maar de groei vertraagt. Winkels worden door de retailers gezien als effectieve marketingtools, die vaak relevanter zijn dan elektronische advertenties. Daarom blijven winkels een belangrijk kanaal voor merken om klanten te betrekken en te werven. Het blijft voor retailers van vitaal belang om in de meest winstgevende winkelcentra aanwezig te zijn. Fysieke en online ‘winkels’ vullen elkaar aan door click & collect en in de winkel retourzendingen in plaats van dure thuisbezorging.

De balans blijft sterk. De aankoop van het Woluwe-winkelcentrum in Brussel ziet Eurocommercial als een strategische aankoop op lange termijn.

Er zijn 248 huurcontracten vernieuwd of opnieuw verhuurd. Dit resulteerde in een gemiddelde verhoging van de gegarandeerde minimumhuur voor die winkels met 8,9%. De like-for-like (jaar op jaar voor dezelfde vloeroppervlakte) huurprijzen van alle centra stegen met 2,1%. Deze verhogingen zijn vnl. gedreven door indexering en herverhuur/vernieuwingen. De groei van de huur was in Frankrijk en Zweden sterk met 2,9% voor beide landen. In Italië was deze 1,9%. In België was de huurgroei met 0,5% licht negatief.

De totale like-for-like detailhandelsverkopen in de winkelcentra van Eurocommercial stegen met 0,3% jaar-op-jaar vooral door de retailers in Services en Home-goederen.

De totale bezettingskostenratio's, die bestaan uit huur plus marketingbijdragen, servicekosten en onroerendgoedbelasting en een deel van de detailhandelsverkopen inclusief btw) excl. de hypermarkten en Systembolaget waren aan het einde van het jaar in totaal 8,9%. Systembolaget is het Zweedse staatsbedrijf dat een monopolie heeft op de verkoop van alcohol boven de 3,5%. In Zweden geldt een minimumleeftijd van 20 jaar op het kopen van drank. Men is hiermee in 1955 begonnen om het overmatig drankgebruik terug te dringen.

Het blijkt dat retailers winst maken in de centra van EP. Dat bewijst de lage leegstand die exclusief strategische leegstand en ontwikkelingsprojecten 1,0% is. Dit is de laagste in de branche in vergelijking met het gemiddelde van 10-15% in het VK of de VS.

Men streeft naar redelijke bezettingskostenratio's en dat de huurprijzen daarom betaalbaar zijn. Huurachterstanden van 90 dagen zijn 1,1% van de huurinkomsten. Op een totaal van bijna 1.800 eenheden hebben negen huurders met 18 eenheden, met negen winkels huurachterstand.

<b>Kerncijfers</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
koers/winst verhouding	25,06	6,54	8,92	9,75	15,78
winst per aandeel	1,45	5,35	4,31	3,84	2,28
pay out	148,18 %	39,27 %	47,55 %	51,60 %	85,01 %
ev per aandeel	39,05	40,48	37,24	37,93	31,71
ultimo koers	36,36	34,99	38,45	37,41	36,02
hoogste koers	38,24	41,50	44,20	44,05	37,75
laagste koers	32,74	32,77	35,74	32,48	27,15

Huurinkomsten, inclusief joint ventures (op basis van proportionele consolidatie), na aftrek van de netto servicekosten en directe en indirecte vastgoedkosten (kantoorkosten), stegen met 3,9% tot € 178,6 mln. (was € 171,8 mln.) De stijging is vnl. het gevolg van hogere inkomsten door uitbreiding van de portefeuille gedurende het jaar van Woluwe na acquisitie en C4 en Hallarna na voltooiing van ontwikkeling.

Het directe beleggingsresultaat dat bestaat uit de netto-inkomsten uit vermogen minus netto rentelasten en bedrijfskosten na belastingen, steeg 3,9% tot € 120,2 mln. (was € 115,7 mln.). Volgens de Raad van Bestuur (R.v.B.) vertegenwoordigt dit nauwkeuriger de onderliggende winstgevendheid dan IFRS “winst na belastingen”, die niet-gerealiseerde vermogenswinsten en -verliezen omvat. Per certificaat van aandeel was de stijging 1,7% tot € 2,42 (was € 2,36). Dit ondanks de toename van het gemiddelde aantal uitgegeven certificaten met 0,5%

Het jaarlijkse dividend is verhoogd naar € 2,18 per certificaat waarbij een certificaat 10 gewone aandelen bevat (was € 2,15 per certificaat). Houders van certificaten hebben de keuze om i.p.v. contant dividend, voor nieuwe certificaten uit de agioreserve te kiezen.

Het onroerend goed werd op 30 juni 2019 onafhankelijk gewaardeerd door grote internationale bedrijven in overeenstemming met de normen volgens het "Rode boek" van The Royal Institution of Chartered Surveyors.

De netto-opbrengstcijfers zijn afgeleid door het verwachte netto-inkomen voor het komende jaar te delen door het waarderingscijfer, met daaraan de relevante gestandaardiseerde markttoeslag toegevoegd voor de kosten van de veronderstelde koper (notionele overdrachtsbelasting) in het betreffende land. Men wil hiermee de berekeningen van een professionele institutionele belegger repliceren.

De intrinsieke waarde aan het einde van het boekjaar steeg van € 43,65 op 31 december 2018 tot € 44,83 per certificaat, maar daalde met 0,6% in vergelijking met 30 juni 2018.

De IFRS intrinsieke waarde, die de negatieve reële waarde van financiële derivaten (renteswaps) en voorwaardelijke vermogenswinstbelastingen omvat, was € 38,49 per certificaat (was € 39,30 op 30 juni 2018 en € 37,71 op 31 december 2018). De IFRS-winst na belastingen is gestegen naar € 74,6 mln. (was € 72,1 mln.). Dit kwam door het betere bedrijfsresultaat en een lagere uitgestelde belasting. Daar tegenover stond een meer negatieve reële waardedaling voor de renteswaps. De zwakkere Zweedse kroon had een ongerealiseerde negatieve impact van € 6,0 mln. op de waarde in Euro's van de Zweedse activa en passiva.

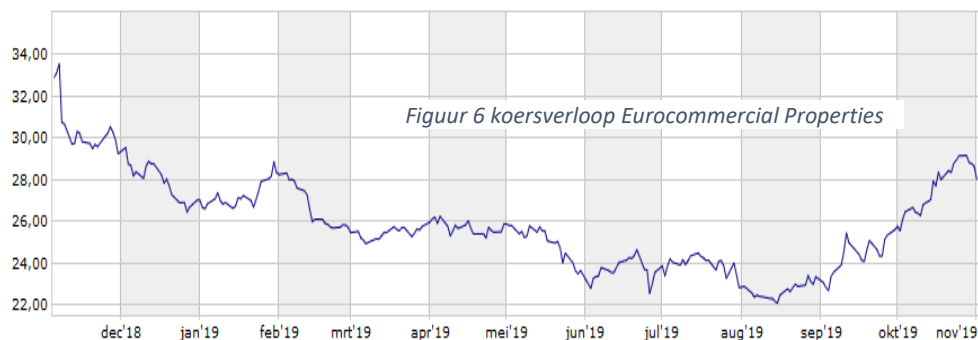
In juli 2018 is er samen met Intesa SanPaolo, BNP Paribas en UBI een lening van acht jaar van € 248 mln. aangegaan voor de financiering van winkelcentrum Carosello in Italië. In december 2018 is er samen met ABN-AMRO en ING een zevenjarige bullet-lening van € 50 mln. afgesloten voor de aankoop van een deel van het overgenomen winkelcentrum Woluwe. In maart 2019 zijn er drie nieuwe kortlopende leningen aangegaan met Banca Popolare di Milano en UBI voor een totaalbedrag van € 35 mln. In het laatste kwartaal van het boekjaar heeft men twee langlopende bankleningen op onroerend goed afgesloten die nog niet waren gefinancierd. Het primaire doel was de leningen uit te breiden. De gemiddelde looptijd bedraagt nu vijf en een half jaar.

In juni 2019 is er een zevenjarige banklening van SEK 650 mln. met Postbank uit Duitsland afgesloten. Deze is gedekt door een hypotheek op het winkelcentrum C4 in Kristianstad in Zweden. Ook is er in juni 2019 een tienjarige banklening van € 72,5 mln. afgesloten met Berlin Hyp, die gedekt wordt door een hypotheek op het Franse winkelcentrum Val Thoiry bij Genève in Zwitserland. Het gemiddelde totale belang werd vastgesteld op 1,44% voor de gehele looptijd van de leningen. In juli 2019 is de hoofdsom verhoogd van de lening bij BNP Paribas en ING voor het winkelcentrum Fiordaliso met een bedrag van € 17 mln.

Behalve een enkele afschrijving in het kredietboek vervallen er in het kalenderjaar 2019 geen langlopende leningen. In het kalenderjaar 2020 vervallen er twee langlopende leningen voor een bedrag van € 97 mln.

De totale nettoschuld van de groep was eind juni 2019. Op basis van proportionele consolidatie € 1,9 mrd. Dit is in vergelijking met een gecorrigeerd netto vermogen van iets meer dan € 2,2 mrd, wat zich vertaalt in een lening/waarde-ratio van 46%. Dit percentage komt overeen met het percentage op 31 maart 2019. De verkoop na balansdatum van 50% van het Parijse winkelcentrum Passage du Havre voor € 203 mln. verlaagt de lening/waarde-ratio naar 43%. Einde van boekjaar was 78% van de rentekosten gemiddeld zes en een half jaar vast. De gemiddelde rentevoet (inclusief marge) voor de hele kredietportefeuille is 2,1% (was 2,2%).

In november 2018 zijn 343.114 certificaten uitgegeven aan aandeelhouders die stockdividend prefereerden. Op 14 juni 2019 is men gestart met een terug-koopprogramma. Er zijn t/m 30 juni jl. 217.799 certificaten teruggekocht. Er stonden op die balansdatum 49.534.024 certificaten uit, na aftrek van in totaal 375.658 certificaten teruggekochte certificaten. Op 29 juli jl. is het inkoopprogramma van € 20 mln. voltooid. Nu staan er 48.916.403 certificaten uit.



Eurocommercial is lid van de European Public Real Estate Association (EPRA), een orgaan dat de beursgenoteerde vastgoedsector wil promoten, ontwikkelen en vertegenwoordigen.

De reden hiervan is

verbetering van de transparantie, vergelijkbaarheid en relevantie van de gepubliceerde resultaten van beursgenoteerde vastgoedbedrijven.

In het eerste kwartaal (Q1), dat bij EP op 30 september eindigt, zijn het directe resultaat en de huurinkomsten licht gestegen door de aanhoudende stijging van de winkelhuren en de lage leegstand. Kopers zijn bereid een solide prijs te betalen voor goede objecten. Dit is gebleken uit de verkoop van een deel van Passage du Havre. Deze transactie leverde een rendement op van 3,7%. EP wist bij het vernieuwen van contracten de opbrengsten te verhogen.

Er is een direct beleggingsresultaat (huuropbrengsten, minus de exploitatiekosten, beheerskosten, algemene kosten en financieringskosten) van € 29,96 mln. geboekt. (€ 29,70 mln. Q1 '18/'19). Dit resultaat was in lijn met de eigen verwachting.

De huurinkomsten gingen van € 49,4 mln. naar € 52,1 mln. Op vergelijkbare basis stegen de huurinkomsten met 2,3%. Vooral Zweden en Italië vertoonden een sterke groei.

Het indirect resultaat, inclusief de fluctuerende herwaarderingen van het vastgoed, was € 18,5 mln. negatief (Q1 '18/'19 € 9,5 mln. winst. De leegstand was 0,7%.

Het totale beleggingsresultaat (het direct en indirect resultaat samen, dus de winst), daalde van € 39,2 mln. vorig jaar naar € 11,5 mln. nu. Deze daling is het gevolg van de lage rentes in de eurozone en Zweden. Een portefeuille met bepaalde derivaten daalde hierdoor in waarde.

Er wordt niet verwacht dat de huidige ontwikkelingen in de markten waar EP actief is, de komende jaren significant zullen veranderen. Men blijft positief over de Europese vastgoedmarkt voor hoogwaardig vastgoed.

Tijdens de vergadering is de nieuwe director Investor Relations, mevr. Valerie Jacob, voorgesteld. Als nieuwe commissaris is mevr. Karin Laglas benoemd. Verder is KPMG herbenaemd als accountant.

Mevrouw Laglas is 60 jaar en heeft de Nederlandse nationaliteit. Zij is Chief Executive Officer van Ymere. Dit is een woningcorporatie met een portefeuille van ruim € 10 mrd.

De koers van EP zit de laatste tijd in de lift. Wij denken dat deze koersstijging terecht is en houden onze aandelen.



accountantswissel zonder achtergronden prijs te geven.

Op 6 november 2019 heeft Altice Europe (Altice) de aandeelhouders bij elkaar geroepen. Voor een Buitengewone Vergadering van Aandeelhouders (BAVA) in het prestigieuze

Conservatorium Hotel aan de Van Baerlestraat in Amsterdam.

Altice is actief op het gebied van telefonie en kabel. Het is in 2002 opgericht door Patrick Drahi en is via overnames uitgegroeid tot een groot telecom- en kabelbedrijf, actief in Europa en vooral in Frankrijk. Patrick Drahi had, via zijn houdstermaatschappij Alt Next, 61% van de aandelen in handen en beschikt door stemafspraken over 70% van de stemrechten.

Namens de directie waren de heren Jurgen van Breukelen als president-commissaris en uitvoerend bestuurder Dennis Okhuijsen als vertegenwoordiger van A4 S.A. (eigendom van de familie Drahi) aanwezig. Op de agenda stond een voorstel om KPMG Accountants aan te stellen als externe auditor voor de jaren 2020 tot en met 2024.

<b>Kerncijfers</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
koers/winst verhouding	-2,30	-6,34	-13,26	-34,68	-133,13
winst per aandeel	-0,74	-1,38	-1,42	-0,38	-0,49
pay out					
ev per aandeel	-2,52	-1,32	-2,31	0,91	2,22
ultimo koers	1,70	8,75	18,83	13,25	65,26
hoogste koers	10,46	23,43	19,02	35,80	65,49
laagste koers	1,48	6,44	10,51	9,98	25,51

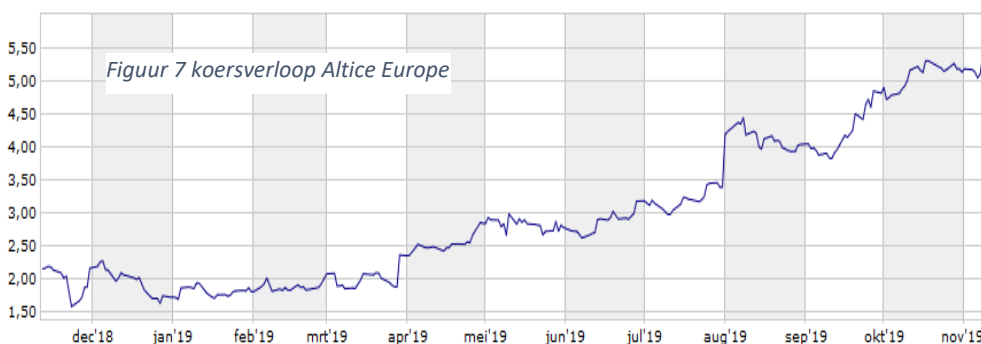
Aan de stemming is een flinke discussie met de bestuurders voorafgegaan. Wij zijn van mening dat de wisseling van Deloitte Accountants (Deloitte) naar KPMG Accountants te maken heeft met de verhoudingen binnen het bestuur van Altice en de te grote schuld die te langzaam wordt afgebouwd. Deloitte heeft in het verslag bij de jaarrekening naast de Key Audit Matters (KAM) zoals de verantwoording van het resultaat, de fiscaliteit of de goodwill, ook de corporate governance (dit is de manier waarop rekening wordt gehouden met de beginselen van goed ondernemingsbestuur) tot KAM gemaakt omdat de aandeelhouder de besluitvorming in het bestuur moet kunnen controleren.

In Nederland is bij geen bedrijf met beursnotering de corporate governance tot KAM gemaakt. Eind 2017 verloor het beursfonds als gevolg van de hoge schulden door de vele overnames in korte tijd de helft van de waarde. Oprichter en grootaandeelhouder Patrick Drahi heeft toen het bestuur gewijzigd en is met een herstelplan begonnen.

Doordat Drahi zowel bestuursvoorzitter als grootaandeelhouder is en over bepaalde privileges beschikt kan hij de besluitvorming beïnvloeden en heeft de volledig controle over Altice. Naar aanleiding van vragen wilde men niet zeggen of deze gang van zaken er mee te maken had. Wij hebben ons onthouden van stemming.

De verhouding tussen de schuldenlast en het vermogen om vrije kasstroom te genereren is nog steeds hoger dan bij andere bedrijven in telecomsector. Altice wil de schuld terugbrengen. Dit is nodig om de verhouding eigen/vreemd vermogen omlaag te krijgen. Om dit snel en adequaat te doen moet het belang in Altice US afgestoten worden. Men heeft al enkele

bedrijfsonderdelen verkocht. Toch steeg in dit jaar de schuld van € 28,8 mrd. naar € 30,1 mrd. Het operationeel resultaat (ebit) zonder bijzondere posten gaat nog steeds op aan rentebetalingen ondanks de lagere rente.



De herfinanciering en de strategie voor het kabelonderdeel hebben ervoor gezorgd dat de waardering van het bedrijf op de beurs is gestegen. Echter, de schuldenlast blijft te hoog.

Het andere punt was het verminderen van het aandelenkapitaal door eigen aandelen in te trekken. Tijdens de AVA op 27 juni jl. is aan de Raad van Bestuur (R.v.B.) de bevoegdheid verleend om 200.000.000 gewone aandelen A in te trekken. Nu de BAVA akkoord is gegaan met een statutenwijziging kan men deze intrekken, maar, nadat de schuldeisers twee maanden de tijd krijgen om bezwaar te maken.

Dit jaar heeft het aandeel een mooie stijging laten zien. Daar is op vrijdag 8 november, nog weer 5% bijgekomen. Dit is het gevolg van het feit dat Altice een plek in de MSCI Global Standard Indexes krijgt. Dankzij deze stijging kijken we het nog even aan. We vinden het een erg speculatief aandeel.



vind nieuwe uitdaging.

Op 21 november 2019 was er bij Seats2meet in het station in Amersfoort een Buitengewone Vergadering van Aandeelhouders van Hydratec Industries NV (Hydratec).

Hydratec is een technologiebedrijf in Amersfoort dat in 1998 is opgericht. Het bedrijf is wereldwijd actief en specialist in industriële systemen en componenten. Speciaal op Food, Mobility en Health. De onderneming wordt geleid door de CEO, Ir. Bart Aangenendt,

Op 30 september jl. heeft Hydratec laten weten dat men besprekingen voert met de Wadinko in Zwolle over het verwerven van een 75% belang in Stork Plastics Machinery BV (Hengelo) en Rollepaal Holding BV (Rollepaal). Tijdens deze BAVA is hiervoor goedkeuring gevraagd aan de aandeelhouders.

Stork Plastics Machinery (Stork IMM) produceert al meer dan 50 jaar spuitgietmachines. Men is gespecialiseerd in machines voor de snelle en nauwkeurige productie van dunwandige producten voor nichemarkten zoals potten en emmers. Behalve in Hengelo heeft Stork IMM ook een vestiging in het Duitse Meinerzhagen. In totaal werken er  $\pm 150$  mensen.

Van de totale omzet bestaat € 12 mln. uit zeer winstgevende service omzet. De machines die men maakt zijn technisch zeer vernuftig en kostbaar en van zeer grote kwaliteit. Omdat echter de verkopers vnl. technici waren, verkochten ze machines die op iedere klant afzonderlijk afgestemd waren. Op dit moment worden er standaard machines gemaakt. Heeft een klant zeer specifieke eisen dan kan dit tegen meerprijs geleverd worden. Een aantal verkopers is ontslagen en is het verkoopteam meer commercieel ingesteld. De afnemers bevinden zich uitsluitend in de B2B markt. Zij leveren dus niet aan consumenten.

De EBITDA zal over 2019 negatief zijn. Er is een kapitaalinjectie van € 2,5 mln. nodig.

Het in Dedemsvaart gevestigde Rollepaal ontwikkelt, fabriceert en monteert apparatuur voor de productie van sterke, lichtgewicht PVC buizen voor de wereldmarkt. Daarnaast ontwerpt en produceert men hoogwaardige spuitgietmatrijzen voor buisfittingen. Ook produceert men verspaande onderdelen welke eveneens aan derden worden geleverd. Rollepaal heeft verder nog vestigingen in Ahmedabad (India) en Baltimore (USA). Er werken  $\pm 230$  mensen.

De naam Rollepaal is afkomstig van het industriegebied Rollepaal waar het bedrijf gevestigd is. Oorspronkelijk was een Rollepaal of Rolpaal een paal die werd gebruikt voor het trekken van boten in de binnenvaart. De boot werd door een persoon of paard met een touw getrokken. Op plaatsen waar het kanaal een bocht maakte waren palen om het touw om de paal gespannen te



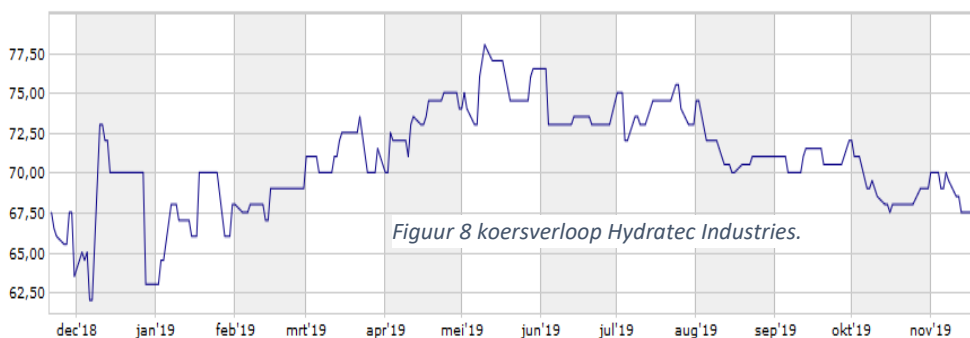
houden. Zo maakte de boot de bocht zonder tegen de kade aan te botsen.

De totale omzet per jaar van beide bedrijven bedraagt ca. € 75 mln. Hydratec is van mening dat deze bedrijven in de groeiambitie passen. Men beschikt over specialisme in hun eigen nichemarkten waar men jarenlange ervaring heeft. Voor Hydratec betekenen deze overnames een belangrijke uitbreiding van de Systems activiteiten van Hydratec.

Wadinko is een participatiemaatschappij met als doel het zorgen voor meer bedrijvigheid en werkgelegenheid in Overijssel, de Noordoostpolder en Zuidwest Drenthe. De organisatie is gericht op minderheidsdeelnemingen. Om meerderheidsdeelnemingen te controleren heeft men te weinig capaciteit. M.a.w. men is daar niet op ingericht. Daarom is men van mening dat Hydratec met haar ervaring kan bijdragen aan een structurele groei van beide bedrijven.

Naar aanleiding van het persbericht van Hydratec over de voorgenomen acquisities van 2 nieuwe deelnemingen (Stork Plastics en Rollepaal) is er toch een zekere mate van scepsis. De deal behelst een koppelverkoop. Wadinko stelt als voorwaarde dat Hydratec beide bedrijven moet overnemen. Het zijn wel bedrijven met problemen. Bij Rollepaal heeft de vorige directeur te veel de vrije hand gehad. Het gevolg is dat de structuur van de organisatie te ingewikkeld was geworden.

Voor de financiering is bij de bank een voordelige rekeningcourant krediet afgesloten. Hierdoor daalt de solvabiliteitsratio. Hoe de financiering in de toekomst er uit zal zien weet men nu nog niet.



Wat ons opvalt is dat Hydratec meerdere keren specifiek bedrijven van Wadinko overneemt. In 2010 werd een belang van 75 % in Euro Mouldings en Timmerije gekocht. In 2015 is het resterend belang in De Timmerije

gekocht en is Euro Mouldings weer d.m.v. een aandelentransactie verkocht aan Wadinko. Er zijn door meerdere aanwezige aandeelhouders vragen over gesteld. Ook door ons. Deze zijn niet geheel tot tevredenheid beantwoord.

De overname Helvoet van een participatiemaatschappij van ABN Amro is nog geen doorslaand succes evenals de vorig jaar gekochte deelneming in Polen die over het 1<sup>e</sup> halfjaar 2019 verlies heeft geleden.

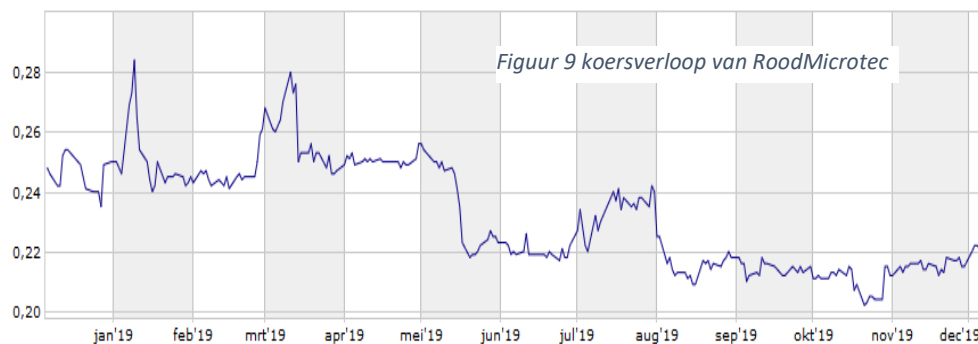
Een lichte vorm van zorg over de plannen is wel op zijn plaats. Wij denken echter dat met een man als de heer Aangenendt aan het roer de overname een zeer grote kans van slagen heeft. Het voorstel van de overname is daarom unaniem aangenomen. Het zal u daarom niet verwonderen dat wij onze aandelen houden.

  
**RoodMicrotec** omzet daalt, accountant rijker

RoodMicrotec is expert op het gebied van applicatie specifieke geïntegreerde schakelingen (ASIC's). Men zorgt voor de logistiek, kwaliteitsborging, technische realisatie en projectmanagement vanaf het eerste idee tot de levering van seriële onderdelen. Dit op het gebied van testtechniek, planning en uitvoering van verschillende productietests, kwalificaties en foutanalyse. De service is afgestemd op de behoeften van de klant. Daarom wordt er zowel

one-stop-oplossingen als kant-en-klare oplossingen of als afzonderlijke service geleverd. Omdat men samen werkt met sterke partners wordt de klant op competente en betrouwbare wijze in alle projectfasen ondersteunen. Deze profiteert van efficiënte processen en 50 jaar ervaring.

Op 26 november hield RoodMicrotec een Buitengewone Algemene vergadering van Aandeelhouders (BAVA) in Euronext Amsterdam. Het belangrijkste agendapunt was de benoeming van een nieuwe accountant. Ook is een update over de gang van zaken gegeven. De voormalige accountant Bakker Tilly Berk controleert vanaf 1 juli 2019 geen Organisaties van Openbaar Belang (OOB) meer. Daarom moest men op zoek naar een andere. RoodMicrotec heeft de overige accountantskantoren geconsulteerd. Van de andere ondernemingen was alleen KPMG Accountants N.V bereid deel te nemen aan het aanbesteding- en selectieproces. Daarom was het voorstel om KPMG de opdracht voor de controle van de financiële overzichten te verlenen. Het betreft dan de boekjaren 2019, 2020, 2021 en 2022. Tevens is de nieuwe auditor in de persoon van John Verhoeven geïntroduceerd en was er gelegenheid om vragen te stellen.



Net als de andere toeleveranciers aan de chipindustrie heeft men te maken met lastige marktomstandigheden op de chipmarkt. Vooral de divisie die gericht is op de auto-industrie zorgde voor een omzetsdaling.

Over de eerste zes maanden (H1) van 2019 was de omzet met € 6,4 mln., 7% minder in vergelijking met dezelfde periode in 2018. Bij de automobielsector was de omzet 17% lager omdat een klant een groot project is kwijtgeraakt. Het gevolg was dat H1 van 2019 is afgesloten met € 5000 winst. (H1 2018 € 276.000).

In september heeft men KERR als nieuwe vertegenwoordiger in Italië aangesteld. Dit bedrijf wordt hier verantwoordelijk voor de marketing en verkoop van diensten van RoodMicrotec. KERR vertegenwoordigt meerdere bedrijven in micro-elektronica in Italië. RoodMicrotec levert hier o.a. diensten op het gebied van het tests en foutenanalyse van halfgeleiders. In oktober is bekend gemaakt dat RoodMicrotec gaat samenwerken met Totech Europa. Dit is een specialist in het opslaan van vochtgevoelige apparatuur. Samen met Totech wil men langdurige opslag en gerelateerde kwaliteitstesten van halfgeleidercomponenten aanbieden.

Over de eerste negen maanden is de omzet van RoodMicrotec ten opzichte van dezelfde periode in 2018 met 6% gedaald. Deze daling is in lijn met de verwachtingen van het bedrijf als gevolg van de wereldwijde marktsituatie en ontwikkelingen in de halfgeleiderindustrie. De waarde van het orderboek bleef wel stijgen omdat de book-to-bill ratio groter is dan één. Concrete cijfers werden niet gegeven.

Eind oktober werd bekend dat RoodMicrotec een leidende rol gaat spelen bij het Europees APPLAUSE-project voor de ontwikkeling van nieuwe instrumenten, methoden en processen voor de productie van grote volumes in de halfgeleiderindustrie. In samenhang hiermee krijgt men de komende drie jaar ±€ 750.000 subsidie voor de deelname.

Het APPLAUSE-project is een samenwerking tussen 31 ondernemingen op het gebied van verpakking van elektronica, optica, fotonica en leveranciers van apparatuur en testdeskundigen. RoodMicrotec gaat het onderdeel leiden dat zich bezighoudt met testen, betrouwbaarheid en analyse van fouten. Verder is men nationaal coördinator voor de negen Duitse partners.

Ondanks de afnemende omzet over de eerste negen maanden van dit jaar is men van mening dat de prestaties van RoodMicrotec beter zijn dan die van de Europese halfgeleidersector. World Semiconductor Trade Statistics heeft berekend dat de opbrengsten door de zwakke marktomstandigheden met 6,1% op jaarbasis dalen.

Men verwacht voor de komende jaren vanwege de verschillende nieuwe projecten een autonome omzetgroei van 8% tot 12% per jaar. Ook verwacht men dat de nettoresultaten stijgen. Door de economie die minder sterk groeit en de geopolitieke onzekerheid zal de omzet in 2020 naar verwachting tussen de € 16 mln. en € 18 mln. zijn. Over de winstontwikkeling zegt men niet veel.

RoodMicrotec heeft nog wel een zakelijk geschil met de vorige topman de heer Philip Nijenhuis over het al dan niet nakomen van afspraken. Het betreft hier een verrekening van een schadevergoeding. Naar aanleiding van een recent vonnis van de rechter is er € 5225 schade vergoed. Voor deze claim was in 2018 een voorziening van € 130.000 in de boeken opgenomen. Als gevolg van het vonnis zou de voorziening vrijvallen. Omdat de heer Nijenhuis in beroep gaat tegen het vonnis is nog onduidelijk of dit zo blijft.

Wij houden onze aandelen aan, echter met een koers/winstverhouding van bijna 22 is het toch wel een duur aandeel en niet geheel zonder risico's



Op 27 november hield KPN een Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders (BAVA) waarin naast de herbenoeming van de heer Joost Farweck, het belangrijkste punt was de benoeming van 5 leden tot lid van de Raad van Bestuur (R.v.B.). De vergadering kon alleen kennisnemen van de voorgenomen benoemingen. Er kon niet worden gestemd.

De R.v.B. bestaat nu dus uit 6 personen en tijdelijk tot de heer De Jager vertrekt uit zeven. Wij vinden dit wel een erg uitgebreide R.v.B. De meeste bedrijven streven ernaar om de R.v.B. zo klein mogelijk te houden.

Nadat de heer Maximo Ibarra is vertrokken was de heer Farweck tijdelijk voorzitter van de R.v.B. Aanvankelijk zou de Belgische mevrouw Dominique Leroy de heer Ibarra opvolgen. Echter, door een omstreden aandelentransactie met aandelen Proximus heeft men de voorgenomen benoeming ingetrokken. Mevrouw Leroy deed deze transactie nadat zij vertrokken was als bestuursvoorzitter bij Proximus. Daarna heeft men besloten om de heer Farwerck voor deze post te benoemen.

Tegelijkertijd maakte de heer Jan Kees de Jager bekend dat hij per 1 maart 2020 vertrekt. Waarom is tijdens de BAVA niet echt duidelijk geworden. Men zegt dat de heer de Jager vrijwillig vertrekt. Vreemd is dat hij een heel jaarsalaris van € 670.000 meekrijgt.

Met de voorgenomen benoeming van de heer Chris Figeo als de nieuwe financieel directeur is in de opvolging van de heer De Jager voorzien. De heer Figeo begint per 1 februari.

Verder was tijdens de vergadering een kennisgeving i.v.m. voorgenomen benoemingen tot lid van de Raad van Bestuur van KPN van de heren Babak Fouladi en Jean-Pascal Van Overbeke en de dames mevrouw Hilde Garssen en mevrouw Marieke Snoep. Zij worden voor een periode van vier jaar benoemd. Dus tot en met de AVA in 2024.

De heer Farwerck is vanaf 10 april 2013 lid van de Raad van Bestuur. Hij is na zijn studie rechten in 1994 bij KPN in dienst getreden. Hij heeft bij verschillende divisies managementfuncties bekleed. Sinds februari 2012 was hij verantwoordelijk voor alle activiteiten van KPN in Nederland. Sinds september 2014 is hij Chief Operating Officer (COO) voor de operationele activiteiten van KPN. Naast zijn werk bij KPN is hij lid van het bestuur

van VNO-NCW, Nederland-ICT en FME en lid van de Cyber Security Raad.

De heer Figuee heeft ervaring op het gebied van financiën, strategie en financiële markten. Hij was vanaf 2014 CFO bij ASR Nederland N.V. Daarvoor werkte hij 5 jaar bij Achmea als lid van de Achmea Group Committee en Director of Group Finance. Verder heeft hij bij McKinsey en Aegon gewerkt. Naast zijn werk als CFO is hij lid van de Raad van Toezicht bij UNICEF Nederland, lid van het bestuur van het Dutch Securities Institute (DSI) en lid van de R.v.C. van HumanTotalCare (HTC). Nu hij CFO wordt bij KPN stopt hij met de laatste twee genoemde bestuursfuncties. Hij heeft o.m. Financiële Economie gestudeerd in Groningen en aan de Stanford University.

De heer Babak Fouladi krijgt vanaf 1 december 2019 de taak van Chief Technology and Digital Officer (CTO) binnen de R.v.B. Dit vanwege zijn technologische en digitale kennis en ervaring. Hij is verantwoordelijk voor het functioneren van de netwerken, de toepassing van de snel veranderende technologieën en de digitalisering van processen en diensten. Hij heeft veel ervaring in de sectoren Telecommunicatie, Media en ICT. Door digitale transformatie, product- en systeemontwikkeling, netwerkimplementatie, infrastructuur en operationele activiteiten heeft hij veel expertise op het gebied van strategie en technologie. Voor hij bij KPN kwam, was hij Group Chief Technology and Information Officer bij MTN Group (Zuid-Afrika), Chief Technology Officer bij Vodafone Spanje en Vodafone Roemenië. Brede expertise op het gebied van strategie en technologie. Voorts was hij Director for IT Development en Vice President for Multimedia and System Integration in het Verenigd Koninkrijk en Vice President, Systems Integration in Rusland bij Ericsson. Verder had hij hogere managementfuncties bij 3UK, lastminute.com, Oracle en The World Bank. De heer Fouladi is in Engeland geboren en heeft een Master of Science (Information Management) en een Bachelor of Science (Electrical Engineering) aan de George Washington University in Washington DC behaald.

Ook vanaf 1 december neemt mevrouw Hilde Garssen de taak van People Officer (CPO) op zich. Dit vanwege haar kennis en ervaring op HR-gebied. Hiermee wil KPN het belang van de medewerkers onderstrepen. Fit vanwege haar brede expertise op het gebied van strategie en technologie. Zij is verantwoordelijk voor de implementatie en uitvoering van het personeelsbeleid van KPN. Mevrouw Garssen heeft als executive meer dan 20 jaar ervaring in het ontwikkelen van HR-strategieën. Zij moet tegemoetkomen aan veranderende behoeften in het bedrijf en creëert ze innovatieve en doeltreffende HR-strategieën om talent aan te trekken en te behouden en talentmanagementprocessen te implementeren. Voor zij bij KPN kwam was zij Senior Managing Director Business Services bij ABN-AMRO Bank. Zij vervulde meerdere HR-functies bij ABN-AMRO zoals Chief Human Resources Officer en Managing Director Change Integration en Management Group Coordination & Reward. Ze is afgestudeerd in Human Resource Management aan de HU Hogeschool Utrecht.

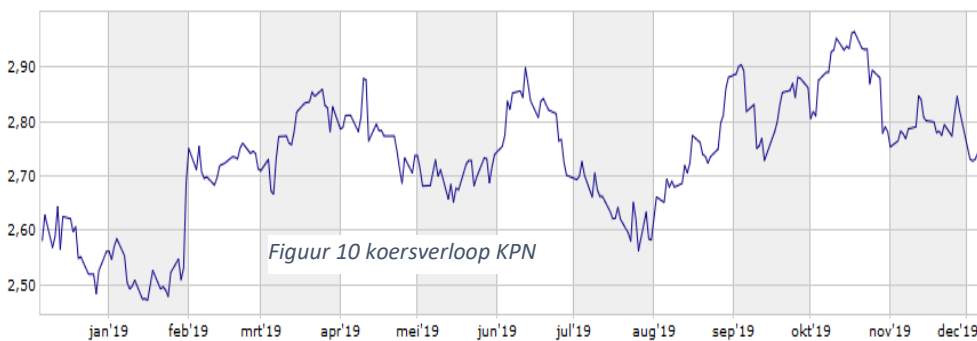
De heer Jean-Pascal Van Overbeke is vanaf 1 december 2019 Chief Consumer Market. Dit vanwege zijn kennis en ervaring op het gebied van consumentenmarketing in de telecomsector en de daadkracht bij de uitvoering van de KPN-strategie. De heer Van Overbeke is een Belg en sinds 1 september 2018 in dienst als Chief Consumer Market en verantwoordelijk voor de dagelijkse activiteiten van KPN in de consumentenmarkt. Hij is een senior executive met veel strategische, commerciële en operationele ervaring in de B2C en B2B telecommunicatiemarkt. Ook heeft hij brede kennis in de transformatie van een telecombedrijf naar een digitale speler. Voor zijn indiensttreding bij KPN was hij Executive Director van SFR, Deputy Group CEO van Lebara, Group Chief Operating Officer bij Maxis Communications Group en bij Orange UK Chief Marketing Officer en Chief Commercial Officer. Ook was hij Head of Trade Marketing,

Director Marketing Residential Market en Director Strategy & Transformation Programs bij Mobistar. Aan de Universiteit in Leuven studeerde hij historische wetenschappen

Mevrouw Marieke Snoep is op 1 december 2019 Chief Business Market geworden. De reden van benoeming is haar kennis en ervaring op de zakelijke telecommunicatiemarkt, haar leiderschap en haar bewezen daadkracht bij de uitvoering van de strategie bij KPN. Ze is sinds 1 februari 2019 bij KPN werkzaam als Chief Business Market en verantwoordelijk voor de dagelijkse activiteiten van KPN voor de zakelijke markt. Ze is een senior executive met veel strategische en commerciële ervaring op de Nederlandse telecommunicatiemarkt. Voor zij in dienst trad bij KPN, was ze bestuurslid bij T-Mobile Nederland en heeft daar meerdere bestuurlijke functies zoals Chief Commercial Officer Consumer, Chief Commercial Officer Business en Chief Customer Operations vervuld. Daarvoor was ze adviseur bij Solvision (nu Ordina) en Atos Origin. Ze heeft een Master of Science in werktuigbouwkunde.

De R.v.C. denkt dat de nieuwe R.v.B. een effectieve uitvoering van de strategie van KPN zal waarborgen omdat zij volledig gefocust is op en zich committeert om de kwaliteitsleider van Nederland te worden en organische duurzame groei zal realiseren.

Omdat de heer Peter van Bommel na twee termijnen uit de R.v.C. vertrekt ontstaat er een vacature. Tijdens de AVA in 2020 wil men Catherine Guillouard benoemen als lid. Mevrouw Guillouard is CEO bij het Franse ov-bedrijf RATP Group en niet-uitvoerend bestuurder bij Airbus. We kennen haar als CFO bij Air France en ze werd genoemd als opvolger van de vertrokken CEO bij Air France- KLM Jean-Marc Janailac mei 2018.



KPN wil het merk XS4ALL opheffen. De Ondernemingsraad (OR) van XS4ALL is het hier niet mee eens en stapte naar de Ondernemingskamer. Men vindt plannen slecht onderbouwd en in strijd met gemaakte afspraken. Men is van mening dat meerdere

partijen interesse hebben om de provider over te nemen. Een advocaat die tevens pleitte voor een diepgravend onderzoek en de aanstelling van een onafhankelijke bestuurder bij XS4ALL. In 1993 is XS4ALL door een groep hackers opgericht en in 1998 door KPN gekocht. Het is een apart merk en onderscheidt zich door het activisme, zoals de inzet voor privacy online. Veel klanten waren het niet eens met de opheffing en richtten een actiegroep op. Er kwam zelfs een petitie die door tienduizenden mensen werd ondertekend.

KPN is van mening dat de nieuwe zg. éénmerkstrategie rationeel is en goed onderbouwd. De telecommarkt is verzadigd. Bovendien lukte het XS4ALL de laatste jaren niet om met innovaties te komen zodat het merk onderscheidend zou blijven. Door verkoop komt er een nieuwe concurrent bij. Ook is er tot nog toe geen redelijk bod uitgebracht. Bij de opheffing gaan er geen banen verloren en de privacy van de klanten is ook bij KPN gewaarborgd.

Inmiddels is er een crowdfundingactie opgestart voor de oprichting van Freedom Internet. Deze bracht in korte tijd € 2,5 mln. op. Begin volgend jaar kan deze de eerste internetverbindingen leveren. Nu heeft Freedom Internet moeite om alle aanmeldingen te verwerken. De site is moeilijk bereikbaar door de vele bezoekers. In het eerste uur na de lancering op 11 november jl. hebben ondanks de vele storingen, ongeveer duizend mensen zich aangemeld als klant.

Ondanks dat we het eens zijn met de éénmerkstrategie vragen wij ons af of KPN niet

doorschiet met de bezuinigingen. Vodafone Ziggo en T-Mobile Nederland hebben in het derde kwartaal (Q3) meer klanten erbij gekregen dan KPN. De fusie van T-Mobile en Tele2 heeft hier volgens ons ook toe bijgedragen. De concurrentie is hiermee flink toegenomen.

Het aantal nieuwe gebruikers steeg met 103.000, waarvan 80.000 mobiele klanten. De omzet bij de mobiele tak steeg op jaarbasis naar € 277 mln. (+2,6%). Bij de vaste tak steeg de omzet net als de totale omzet met 0,7%. De totale omzet ging naar € 479 mln.

De operationele winst van T-Mobile (ebitda) steeg naar € 132 mln. (+0,25%).

Ook blijkt dat Vodafone Ziggo commercieel het beter doet dan KPN.

Op 18 november is bekend gemaakt dat een Amerikaanse federale rechter in hoger beroep een patent van KPN alsnog geldig heeft verklaard. Het gaat hier om een vinding die de kwaliteit van de doorgifte van 3G en 4G dataverkeer verbetert.

Een lagere Amerikaanse rechter haalde eerder een streep door een patent omdat dit te abstract zou zijn om te kunnen patenteren. KPN had tegen elf bedrijven een proces aangespannen vanwege schending van een octrooi. Het federaal hof is van mening dat drie van de vier claims uit het patent wel concreet zijn. Deze uitspraak is een tussenstand. Bij de volgende fase in de procedure is de vraag of er sprake is van inbreuk op dat octrooi.

Op 20 november heeft KPN Ventures een belang genomen in het dit jaar gestarte Dutch Security TechFund van TIIN Capital. KPN Ventures is de investeringstak van KPN. Naast de gemeente Den Haag hebben ook InnovationQuarter (een regionale investeringsmaatschappij), het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat en enkele andere investeerders een belang. Aanvankelijk werd het fonds gefinancierd door een groep zg. informal investors. Het fonds is gevestigd op de The Hague Security Delta in Den Haag en zal de komende jaren € 30 mln. investeren in cybersecurity-ondernemingen. Financiële details zijn niet vermeld.

KPN heeft voor \$ 405 mln. aan obligaties uit eigen middelen teruggekocht. Deze terugkoop scheelt vanaf € 26 mln. rentekosten. Voor elke \$ 1000 aan obligaties betaalt KPN \$ 1372,50. De reden van deze terugkoop is het terugdringen van de lopende rentelast. Men wil alle obligaties met een rente van 8,375% die een looptijd hebben tot oktober 2030 terugkopen.

De in McLean, Virginia, gevestigde internationale telecommunicatie- en internetprovider GTT Communications, Inc. (Global Telecom and Technology), heeft KPN International voor € 50 mln. overgenomen.

De dag na de BAVA werd bekend dat KPN zich moet houden aan het tariefplafond bij het doorzetten van telefoongesprekken van andere vaste en mobiele aanbieders. Het oordeel van de Autoriteit Consument & Markt (ACM) blijft ook na de bezwaarprocedure. Echter, de dwangsom van begin dit jaar is gehalveerd. Dit heeft verder geen gevolgen.

De ACM is van mening dat KPN te hoge tarieven rekent als andere aanbieders van het netwerk van KPN gebruik maken. Vanaf 12 juli 2017 geldt een maximumbedrag. KPN bracht echter een extra toeslag in rekening.

Daarom is in februari jl. door de ACM een boete ingesteld van € 100.000 per dag met een maximum van € 1 mln. bij overtredingen. Het teveel berekende moet KPN met terugwerkende kracht terugbetalen. KPN heeft toegezegd zich hieraan te houden. Wel wordt € 1024 aan proceskosten aan KPN vergoed.

In de loop van 2020 worden de frequenties voor het nieuwe mobiele 5G-netwerk geveild. De regering rekent op een opbrengst van € 900 mln. De Staatssecretaris (Mona Keijzer van Economische Zaken) is 5 december begonnen met verkennende gesprekken.

De Tweede Kamer is er nog niet zo gerust op. Men is er bang voor dat de netwerkapparatuur

voor 5G door andere landen kan worden gebruikt om te spioneren. Het gevolg is dat er extra eisen worden gesteld aan de telecomproviders die mee willen doen aan de frequentieveiling.

Het kan dus gebeuren dat telecomaandbieders in Nederland bepaalde leveranciers zoals bv.

Huawei moeten uitsluiten als er vermoedens zijn van misbruik of spionage.

Om een te sterke marktpositie van een van de telecombedrijven te voorkomen mogen bedrijven over maximaal 40% van het totaal aantal frequenties beschikken. Er zullen daarom tenminste drie partijen zijn die deze snelle mobiele communicatie kunnen aanbieden.

Wij hebben KPN in portefeuille en houden de aandelen aan. Als dit niet het geval was zouden wij het eerst eens aankijken tot die 5G veiling achter de rug is. We hebben gezien wat er gebeurd is bij de veiling van 3G en 4G.



**ABN-AMRO**

waar vrouwen elkaar vervangen.

Aangezien mevrouw Annemieke Roobeek na 9 jaar stopt als commissaris, moest men op zoek naar een vervanger. Tijdens de AVA van 30 mei 2017 is haar termijn verlengd tot het moment dat er een nieuw lid is benoemd.

Daarna is begin november 2018 aan de Raad van Medewerkers gevraagd een versterkt recht van aanbeveling te doen om de plaats van mevrouw Roobeek in te vullen.

Op 29 oktober is bekend geworden dat mevrouw Laetitia Griffith bereid is gevonden om haar plaats in te nemen. Tijdens een Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders (BAVA) dinsdag 17 december 2019 is een voorstel om haar als commissaris te benoemen goedgekeurd. Na afloop van de BAVA is zij benoemd tot commissaris. De voorzitter van de Raad van Commissarissen (R.v.C.), de heer Tom de Swaan, is van mening dat haar uitgebreide juridische en maatschappelijke kennis en brede ervaring als bestuurder en toezichthouder in diverse organisaties en sectoren een belangrijke bijdrage kan leveren in het toezicht van de R.v.C. op de activiteiten van ABN-AMRO. Binnen de R.v.C. wordt ze lid van de Remuneratie, Selectie- en Benoemingscommissie.

Mevrouw Griffith was Tweede Kamerlid voor de VVD, wethouder Financiën in Amsterdam en zat in de staatsraad bij de Raad van State. Op dit moment is zij voorzitter van de R.v.C.

Nationale Goede Doelen Loterij, Vice voorzitter van de R.v.C. bij KPMG, lid van de R.v.C. bij Benno Leaser Holding, Tennet Holding, en Tennet TSO GmbH. Verder is ze voorzitter van de Raad van Toezicht van Stichting Nederlands Fonds voor de Film.

Mevrouw Griffith is 54 jaar geleden geboren in Paramaribo. Op haar 21<sup>e</sup> is ze naar Nederland verhuisd om rechten te studeren. Velen onder u zullen haar nog kennen uit haar tijd dat ze lid van de Tweede Kamer voor de VVD was. Daarvoor is ze werkzaam geweest op het ministerie van Justitie en Veiligheid. Verder is ze wethouder financiën in Amsterdam geweest.



Aan het begin van de vergadering, dus voor het officiële gedeelte, hebben de voorzitters van de R.v.C. en de Raad van Bestuur (R.v.B) de sluiting per direct van 470 geldautomaten toegelicht. Dit is het gevolg van de toenemende risico's op

plofkragen. Ongeveer de helft van alle geldautomaten van de bank worden 's-nachts gesloten. Er wordt meteen werk van gemaakt dat klanten weer in de eigen buurt kunnen pinnen.

Van deze 470 geldautomaten zijn 380 stuks voorzien van het ABN-AMRO-logo en 90 stuks

zijn omgebouwd tot de nieuwe Geldmaat. Precies dit type automaat was doelwit voor criminelen om door een plofkraak het geld te stelen.

Men gaat kijken wat de mogelijkheden zijn en welke plaatsen het eerst aan de beurt komen om een ander type geldautomaat te installeren of te verplaatsen naar een andere locatie.

Het idee om automaten te sluiten was onvoldoende. De beslissing is samen met andere banken genomen. ABN-AMRO is de enige met dit, bij criminelen geliefde, type automaat.

De 400 geldautomaten van het andere type blijven in gebruik.

Na de BAVA werd bekend dat ABN-AMRO voldoet aan de nieuwe kapitaaleisen die met ingang van volgend jaar gaan gelden. De Europese Centrale Bank (ECB) wil dat banken een verhouding hebben tussen het eigen vermogen en uitstaande leningen van 12,09%. Bij ABN-AMRO was deze op 30 september 18,2%.

<b>Kerncijfers</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
koers/winst verhouding	8,75	9,29	11,23	10,18	
winst per aandeel	2,35	2,89	1,87	2,03	1,21
pay out	61,76 %	50,09 %	44,81 %	39,91 %	71,29 %
ev per aandeel	22,72	22,69	20,15	17,63	15,81
ultimo koers	20,54	26,90	21,05	20,67	
hoogste koers	28,48	27,16	22,12	20,80	
laagste koers	19,81	20,95	14,02	18,00	

Dit houdt in dat de komende tijd meer kosten gemaakt moeten worden om het antiwitwasbeleid op orde te brengen. Er zijn al  $\pm 1500$  medewerkers dossiers aan het nalopen en transacties aan het controleren. Een controle die meerdere jaren zal duren.

Naast het checken van 5 miljoen klanten moeten er ook verbeteringen doorgevoerd worden in de processen. In de eerste negen maanden in 2019 is al € 226 mln. aan voorzieningen getroffen. Om alle particuliere klanten in Nederland door te lichten is informatie ingewonnen bij een onafhankelijke deskundige. Wat er moet gebeuren om aan alle wetgeving te voldoen wordt nog bekend gemaakt.

Het Openbaar Ministerie is momenteel met een onderzoek bezig naar mogelijke overtredingen van de wet tegen witwassen en financiering van terrorisme. Wanneer het onderzoek klaar is en de uitkomst ervan kan men nu nog geen mededelingen doen.

Over de hoogte van de boete kan men nog geen goed onderbouwde inschatting maken. De dividenddoelstelling blijft zoals deze is.

Aan de grafiek is te zien dat de koers een behoorlijke glijvlucht heeft gemaakt. Momenteel lijkt de koers met het algemene beurs sentiment mee te gaan. De tijd zal leren of het koersverlies wordt ingehaald. Wij geven momenteel meer de voorkeur aan Adyen.



Neways is een producent van elektronische componenten. Op 28 oktober heeft men bekend gemaakt dat de voorzitter van de Raad van Bestuur (R.v.B.) de heer Huub van der Vrande aan het eind van dit jaar vertrekt. Hij heeft deze functie 16 jaar vervuld. De heer Van der Vrande blijft nog wel bij Neways betrokken.

Tijdens een BAVA op 18 december 2019 zijn de aandeelhouders geïnformeerd over de voorgenomen benoeming van de heer Eric Stodel. De heer Stodel is 54 jaar. Tot begin 2019 was hij topman van Marinoffs (Financiële holdings, houdster- en beheermaatschappij). Verder was hij o.m. vice president bij United Technologies, COO bij Driessen Aerospace (leverancier



van producten voor catering aan boord van vliegtuigen), vice president EMEA bij Flextronics en i2Technologies (software).

De centrale ondernemingsraad is om advies gevraagd over de benoeming.

Na de BAVA heeft de R.v.C. de heer Stodel formeel benoemd als nieuwe topman.

Op 1 januari 2020 gaat hij officieel aan de slag.

Neways is de laatste jaren in een andere fase terecht gekomen waarbij er een leider met een andere dynamiek op zijn plaats is. Met alle respect voor hetgeen de heer Van der Vrande gedaan heeft voor Neways. Wij denken dat de heer Strodel de geschikte persoon is om Neways verder op te laten stomen in de vaart der volken. Zoals uit de grafiek blijkt blijft de koers achter bij het peil van begin 2018. Dit blijkt ook uit de resultaten van het laatste halfjaar.



Over het eerste halfjaar (H1) had Neways meer omzet en orders ontvangen. Beiden stegen met 7%. De omzet ging naar € 264,5 mln. De orderontvangst naar € 324,6 mln. Dit kwam door meer vraag naar elektrotechnische componenten uit de sectoren automotive en semiconductor. De nieuwe orders waren vooral

bij e-mobility. Eind juni 2018 was het orderboek € 300,8 mln.

Door verhuiskosten van productie tussen vestigingen en hogere aanloopkosten voor de opstart van nieuwe producten zakte het bedrijfsresultaat naar € 8,9 mln. (-19%) De nettowinst was € 5,1 mln. (-25%).

In de toelichting stond toen al dat door de geopolitieke spanningen het groeitempo afneemt en orders, vooral bij de halfgeleider-activiteiten worden uitgesteld. Men had er toen vertrouwen in dat Neways ondanks verslechterende marktomstandigheden door de omzetspreiding zou blijven groeien. Men verwachtte toen een toename van de omzet in 2019 en in H2 een hoger resultaat dan in H1.

Echter, eind oktober kwam Neways winstverwachting met een winstwaarschuwing voor 2019. De omzet nam in het derde kwartaal (Q3) toe, maar het orderboek liep met 10.7% terug naar € 109,7 mln. Het resultaat ligt in H2 op hetzelfde niveau als in H1. Over het hele jaar 2019 verwacht men een hogere omzet dan in 2018.

In Q3 stegen de opbrengsten naar €132,9 mln. De groei was te danken aan de toenemende vraag uit de auto-industrie i.v.m. het elektrisch rijden. In deze handelsupdate werd geen winstcijfer vermeld. Over de winstdaling maakt men zich geen zorgen.

Zoals uit de grafiek blijkt is men de afgelopen 10 jaar per saldo niet veel opgeschoten met aandelen Neways. Wij zijn benieuwd of de nieuwe topman de koers op een hoger niveau weet te krijgen.

Wij vinden Neways een interessant bedrijf om in te beleggen vanwege de technologie.



Takeaway.com gaat de plas over.

Op 9 januari 2020 is de uitgestelde Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders (BAVA) van Takeaway gehouden. Aanvankelijk zou deze op 28 november worden gehouden.

Het in 2000 door de toen 21-jarige student Jitse Groen opgerichte Takeaway.com NV. (Takeaway) exploiteert websites voor het bestellen van maaltijden. In Nederland is het bekend van Thuisbezorgd.nl.

Begin vorig jaar deed Takeaway een bod van circa € 1 mrd. op Delivery Hero. Dit bedrijf was groot in Duitsland. Door deze overname kreeg Delivery Hero een belang van 15% in Takeaway. Tevens leverde Delivery Hero de Johannes Reck als commissaris.

Toen de overname speelde vertrok in januari 2019 bij Just Eat na 16 maanden in dienst te zijn geweest de topman Peter Plumb.

Een van de grootaandeelhouders bij Just Eat, Cat Rock, opperde toen meteen dat om een nieuwe topman aan te trekken, Takeaway het beste Just Eat over kon nemen.

Wij hebben hierover tijdens de BAVA van 5 maart 2019 vragen gesteld. De heer Jitse Groen gaf toen als reactie dat er eenvoudiger manieren zijn om een topman te vinden dan een bedrijf over te laten nemen. Toen wij hier naar vroegen antwoorde de heer Groen dat de integratie van Delivery Hero in drie weken was voltooid. Wel herhaalde hij toen dat Takeaway een actieve rol zou spelen in de consolidatie bij de maaltijdbezorgers. Maar drie grote overnames in korte tijd vinden wij toch veel. Op vragen over het risicomangement en de controlesystemen die continue aangepast moeten worden liet de heer Groen weten dat de systemen dat zonder grote problemen toelaten.

Takeaway en Just Eat kennen elkaar al langer. In 2016 werden de activiteiten van Just Eat in de Benelux overgenomen. Gelijker tijd trok zich terug uit het Verenigd Koninkrijk aangezien men daar geen marktleider kon worden.

Met het bod van 5 augustus kregen aandeelhouders van Just Eat per aandeel 0,09744 aandeel Takeaway. Just Eat werd hiermee op £ 7,31 per aandeel gewaardeerd. Een premie van 15% t.o.v. de slotkoers van 26 juli. De aandeelhouders van Just Eat werden voor 52,2% aandeelhouder in de combinatie en de aandeelhouders van Takeaway voor 47,8%.

De lage premie was voor de aandeelhouders van Takeaway positief. De heer Groen wees op hogere marges door schaalvoordelen na de fusie en de aanvullende marktposities waardoor een hogere waardecreatie. In tegenstelling tot de meeste andere maaltijdbezorgers, die mogelijk nooit winstgevend worden kan Takeaway wel winstgevend worden.

Meteen na het bod lieten de grote beleggers in Just Eat, Aberdeen en Eminence Capital weten dat de onderwaardering van het bod te groot was. Dit wekte bij ons de indruk dat er van tevoren onvoldoende met de grootaandeelhouders is gesproken.

Prosus kwam ook op 5 augustus met de details van het bod op Just Eat, Daarna is de waarde van Takeaway.com op de beurs echter fors gedaald, en daarmee ook de waarde van het overnamebod. Uit de cijfers over de eerste helft van 2019 bleek dat de ordergroei 70% was. Daardoor kwam het aandeel Takeaway eind juli, begin augustus onder druk te staan.

Aberdeen en Eminence Capital waren van mening dat de intrinsieke waarde hoger was. Ook vonden ze dat de risico's op de middellange termijn groter waren.

Eerlijkheidshalve, de prijs was niet al te hoog, zodat het bod verhoogd kon worden.

Het bod zag er steeds minder florissant uit. Doordat het een bod in aandelen was, zorgden de koersdalingen van Takeaway ervoor dat de bieding steeds minder een fusie van gelijken was. Doordat Delivery Hero aandelen bij een koers boven de € 83 per aandelen ging verkopen en tevens liet weten om niet onder € 73 te verkopen zakte de koers van Takeaway binnen tien handelsdagen beneden € 73. Toen zag het eerste bod van Prosus van £ 7,10 in cash er aantrekkelijk uit.

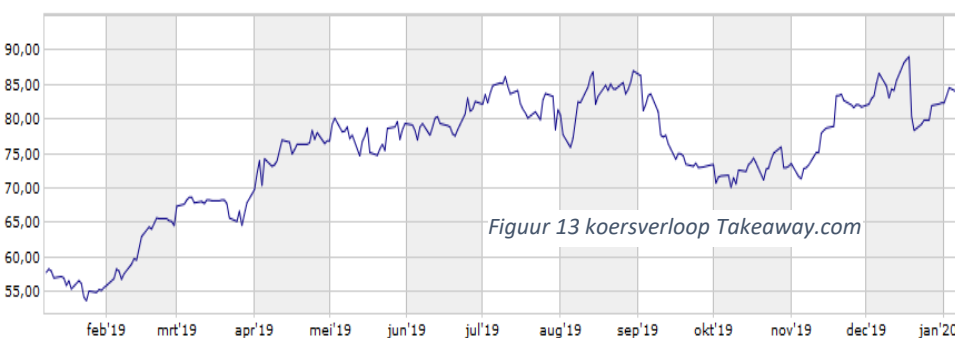
Op 19 december hebben beide partijen het bod verhoogd. Het verhoogde bod van Prosus was £ 8,00 (€ 9,37) per aandeel in contanten. Takeaway biedt de aandeelhouders van Just Eat een groter belang in het gezamenlijke bedrijf, waardoor het bod per aandeel op £ 9,16 per aandeel uitkwam. Beiden hanteerden een acceptatiedrempel van 50% van de aandelen plus één en de deadline was op 10 januari 2020.

De CEO van Delivery Hero, de heer Niklas Östberg vond dat het bedrijf ook op eigen kracht kon groeien. Hij zei echter niet dat Prosus, dat een 22 % belang heeft in Delivery Hero met een bod zou komen. Dit wekt de indruk van een een-tweetje tussen Prosus en Delivery Hero. Wij vragen ons wel af waar Prosus een topman voor Just Eat vandaan had willen halen aangezien het Just Eat zelf niet lukte om een opvolger te vinden voor Peter Plumb.

De twee bedrijven vullen elkaar goed aan. In de landen waar de twee actief zijn is weinig overlap. Takeaway is actief in elf landen en Just Eat in dertien. Alleen in Zwitserland zijn beiden actief. De rationale en voordelen van de krachtenbundeling lijken dus beperkt. Het is daarom moeilijk de synergievoordelen te kwantificeren. De grootste synergie zit in de samenvoeging van de hoofdkantoren en de investeringen in technologie en marketing. Het is duidelijk dat Just Eat in een crisis verkeert. In het Q1 (eerste kwartaal) viel de groei fors terug en werd een reorganisatie aangekondigd met ontslagen. Just Eat verloor kwart van de beurswaarde terwijl Takeaway 50% meer waard werd.

Het hoofdkantoor van Just Eat Takeaway.com komt in Amsterdam, en de notering in Londen. Met de notering in Londen hebben wij wel problemen. Handelen op een buitenlandse beurs is duurder dan in Amsterdam. Voorts krijgen wij bij aan- en verkooptransacties met extra belastingen te maken de zg. stamp duty. Ook gaan aandelentransacties met een hoofdnotering in Londen gepaard met een transactiebelasting van 0,5 % van het transactiebedrag. Voor de administratieve overheveling van Takeaway-aandelen naar Londen geldt dit niet.

Voor Nederlandse aandeelhouders is de hoogte van de aansluitingskosten voor buitenlandse beurzen en vergoeding voor het omwisselen van valuta afhankelijk van de broker of de bank. Over de dividendbelasting als er besloten wordt dividend uit te keren kon men nog weinig zeggen. Vast staat wel dat als dit volgens de Nederlandse regels gaat, de Engelsen er niet blij mee zullen zijn. Dat Just Eat-Takeaway, zoals het nieuwe bedrijf gaat heten, over enkele jaren dividend uit gaat keren is helemaal geen utopie. In 2018 was de vrije kasstroom van € 6 mln. negatief. Wij gaan ervan uit dat het nieuwe bedrijf een positieve kasstroom krijgt. Met wat aannames en door te abstraheren komen wij aan een positieve kasstroom in 2021 van ± € 150 mln. Voor Just Eat is dit wat lastiger vast te stellen, maar onze inschatting is ± € 200 mln. Hieruit is een deel van het verschil in de waardering te verklaren. De theorie is dat Just Eat na de overname evenveel waard wordt als Takeaway. In dit geval zien wij dit nog niet zitten.



Het selectief bezorgdiensten introduceren in stedelijke gebieden en Just Eat positioneren als het platform met de laagste kosten denkt de heer Groen met Scoober te verwezenlijken. In dit geval zullen de tarieven voor klanten in Londen verlaagd

moeten worden. Door later de tarieven weer op te trekken denkt de heer Groen enkele tientallen miljoenen binnen te halen. Van Dijk (CEO van Prosus) denkt aan honderden miljoenen. Prosus is van mening dat maaltijdbestelling steeds meer tot maaltijdbezorging aan huis gaat leiden.

Hier zijn grote investeringen voor nodig. Takeaway kan en wil deze niet betalen.

Verder denkt men dat het door het overgenomen Israëlische 10-bis binnengehaalde zakelijke platform, Takeaway Pay uit te kunnen bouwen. Dit platform is in markten actief waar het gebruikelijker is dat de werkgever betaalt voor de lunch. De werkgever stelt dan een bedrag van b.v. € 7 per werknemer ter beschikking. Besteld de werknemer voor b.v. € 8 dan moet hij € 1 zelf bijbetalen. Takeaway integreert dit platform in het eigen platform. Dit verhoogt de bestelfrequentie. Zo bestellen klanten bij 10-bis 85 keer per jaar. Een gemiddelde klant van Takeaway 12 keer per jaar.

Takeaway is na de overname in 24 landen aanwezig en wordt met een omzet van € 1,2 mrd. een van de grootste maaltijdbezorgers ter wereld. Men is nu als eerste land buiten Europa in Canada marktleider.

In de markt voor maaltijdbestellingen is schaalgrootte belangrijk. In Europa wordt deze markt nu gedomineerd door Just Eat-Takeaway, Deliveroo en Uber Eats.

Takeaway wil meer investeren in technologische vooruitgang. Daarom is schaalgrootte belangrijk. Men heeft een IT-platform dat makkelijk is land voor land bedrijven over te nemen en te integreren. Met het opkopen van andere bedrijven die het zelf niet voor elkaar krijgen, heeft men de beschikking over een groot klantenbestand en omvangrijke marktaandelen waardoor overnames makkelijk zijn. Het versturen van e-mails is goedkoper dan dure reclamecampagnes. Dit zal in de toekomst de winstgevendheid gaan bepalen omdat het winstgevend maken van dit soort bedrijven veel tijd en geld kost.

Sommige restauranthouders beginnen zelf een bezorgdienst vanwege de commissie die Takeaway vraagt. Wij vragen ons af of een marge van 13% opweegt tegen de kosten van een eigen bezorgdienst en de gemiddelde extra jaaromzet die een restauranthouder krijgt door Takeaway. Grote ketens zoals McDonald's en Burger King zullen wel korting bedingen.

Wij zijn positief over de nieuwe combinatie Just Eat-Takeaway. Maar de notering in Londen dat is toch nog wel een dingetje. Toch houden wij voorlopig onze aandelen. De nieuwe combinatie wordt wel een NV. en geen Plc.