

STILL EQUITY FUND

Data per 30 september 2019

Aantal uitstaande participaties	90.997
Prijs per uitstaande participatie	82,69

Beleggingsbeleid

Het fonds streeft ernaar te beleggen in hoogwaardige bedrijven waarvan door tijdelijke ongunstige omstandigheden de aandelen aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Bedrijven van hogere kwaliteit hebben meer kans jaarlijks consistente cashflow te genereren en te groeien. Het risico wordt niet geïdentificeerd in termen van volatiliteit of afwijking ten opzichte van de benchmark, maar is een functie van te veel te betalen voor een bedrijf of de vooruitzichten van een bedrijf te overschatten. Het Fonds hanteert een hoge mate van conservatisme op beide fronten. Consistentie en geduld zijn essentieel voor een succesvolle uitvoering van de beleggingsstrategie van het fonds. Daarbij is het aanhouden van cash in de afwezigheid van interessante beleggingsmogelijkheden een logische keuze. Het fonds streeft ernaar de benchmark te verslaan, en zal hierbij voornamelijk, maar niet uitsluitend beleggen in Europese beursgenoteerde bedrijven. Het fonds zal relatief geconcentreerd beleggen en bestaat doorgaans uit 25-30 posities.



Rendement (%)	Maand	Kwartaal	Jaar	Sinds start
Fonds	4,80%	-1,56%	5,37%	-17,31%
Benchmark	3,79%	2,55%	19,39%	12,56%

Portefeuille wegingen

5 grootste posities	% van NAV
Arcadis	9,3%
Grafton	9,0%
Dalata Hotel Group	8,9%
Cairn Homes	8,8%
Tullow Oil	8,6%

Geografische weging	% van NAV
Europa	86%
Noord Amerika	0%
Australazië	0%
Cash	14%

Sector weging	% van NAV
Industrie en diensten	18%
Gebruiksgoederen	36%
Verbruiksgoederen	10%
Energie	9%
Vastgoed	14%
Cash	14%

Marktcapitalisatie (EUR)	% van NAV
> 10 mld	3%
1 < 10 mld	34%
< 1 mld	49%

Concentratie posities	% van NAV
Top 5	45%
Top 10	75%

Fondsvoorwaarden

Startdatum	31 maart 2015
Managementvergoeding	1,25%
Prestatievergoeding	Niet van toepassing
Minimum inleg	EUR 10.000
Verhandelbaarheid	Maandelijks
Opzegtermijn	10 dagen voor maandeinde
ISIN	NL0011055249
Benchmark	NDEEE18 Index*

Service providers

Fondsmanager (AIFM)	Privium Fund Management
Fondsadviseur	M partners
AIFMD Bewaarder	Darwin Depository Services
Custodian	ABN AMRO Clearing Bank
Administrateur	Apex Fund Services
Accountant	Ernst & Young Accountants
Juridisch adviseur	Van Campen Liem
Fiscaal adviseur	STPtaxlawyers

* MSCI Europe total return Index

DISCLAIMER:

Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële Beleggersinformatie. De informatie in deze presentatie biedt onvoldoende basis voor een beleggingsbeslissing en vormt geen (uitnodiging tot het doen van een) aanbod van rechten van deelneming in het Fonds. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

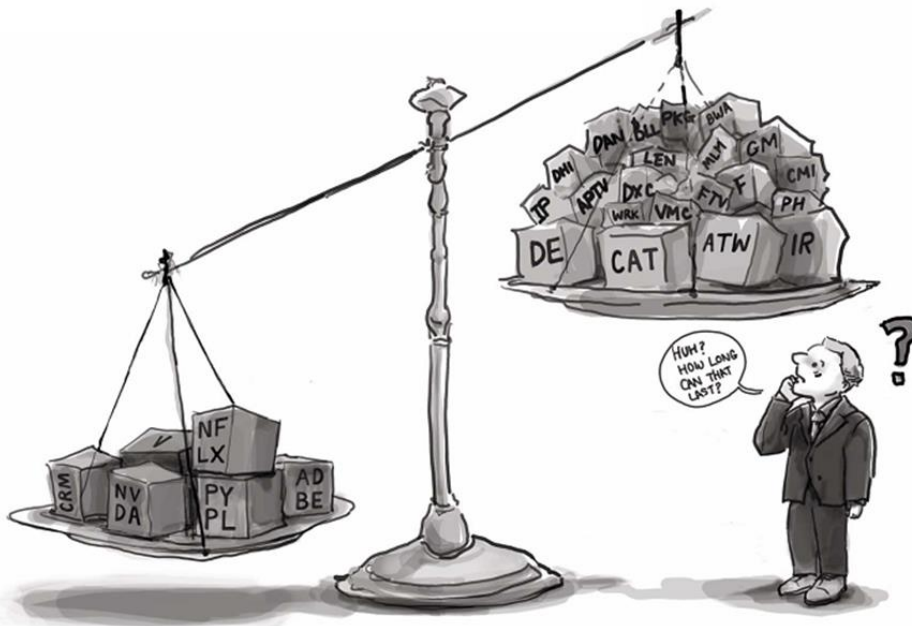
Het Fonds en haar beheerder, Privium Fund Management B.V., zijn opgenomen in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten (www.afm.nl). Het prospectus van het Fonds en de Essentiële Beleggersinformatie zijn te downloaden via de website van de beheerder, www.priviumfund.com. De in deze presentatie getoonde performanceoverzichten zijn met zorg door Privium Fund Management B.V. samengesteld. Aan deze informatie kunnen geen rechten worden ontleend.

STILL EQUITY FUND

Q3 2019

MARKET REVIEW & OUTLOOK:

Beleggers beseffen dat we het tiende jaar meemaken van een wereldwijd herstel van de aandelenmarkt, dat wordt gekenmerkt door hoge rendementen op de Amerikaanse markten en gematigde rendementen in de rest van de wereld. Dit aandelenherstel bleek vooral erg gunstig voor large caps, groeiverhalen en technologie-aandelen. **Deze aanhoudende trends hebben geleid tot een waarderingsverschil tussen groei- en waardebeleggingsstijlen, tussen 'disruptieve spelers' en 'verstoorde bedrijven'. Dat verschil bevindt zich nu op een meerjarige piek.**



Om deze divergentie in het juiste perspectief te plaatsen, zijn we te rade gegaan bij een recente analyse door Alex Roepers van Atlantic Investment Management, een value investment manager met een uitstekend trackrecord op de lange termijn. Wat de Amerikaanse markt betreft, liet hij zien dat je voor minder dan de prijs van zes bekende groeibedrijven (Visa, Netflix, Adobe, Paypal, Salesforce en NVIDIA) eigenaar kunt worden van de tachtig grootste aandelen in vier belangrijke industriële sectoren (machinebouw, auto-industrie, papier/verpakkingen en woningbouw/bouwmaterialen). Bedenk dat deze laatste bedrijven geen onbeduidende bedrijven op hun retour zijn, maar industriële giganten die steeds sterker worden. Om er een paar te noemen: Caterpillar, John Deere en General Motors. **Deze industriële reuzen produceren bijna 9x de omzet van de zes beleggersfavorieten (\$ 879 miljard tegenover \$ 99 miljard) en beduidend meer winst en cashflow. Ze worden echter nauwelijks beloond in termen van waardering in vergelijking met de meer populaire groeibedrijven.**

In alle jaren dat we onze waardebenadering toepassen, **hebben we onze selecties nog nooit zo overtuigend koopwaardig gezien, zowel in absolute als in relatieve zin.** De portefeuille bestaat op het moment uit elf zeer aantrekkelijk gewaardeerde bedrijven die weinig aandacht krijgen van analisten. Onderstaand staan kort de belangrijkste punten van vier van de bedrijven in de portefeuille. In het volgende kwartaalverslag zullen de andere bedrijven aan bod komen.

STILL EQUITY FUND

Q3 2019

Cairn Homes (grootste huizenbouwer in Ierland) - Sinds een piek in januari 2018, werd de aandelenkoers met bijna - 50% gecorrigeerd door slechtere macro economische vooruitzichten en verwachtingen van een kleinere vraag naar woningbouw. De operationele doelstellingen van het bedrijf zijn allemaal gehaald (afleveren van huizen + 33% in de eerste helft van het jaar) en de realisatie van cashflow ligt boven de doelstelling. De beleggingscase is gebaseerd op het beginnen te verdienen aan een groot stuk land dat het bedrijf vier jaar geleden heeft aangekocht tegen zeer aantrekkelijke prijzen. Cairn heeft een landbank van +10 jaar en zal dit afbouwen naar een meer normaal voorraadniveau van ongeveer 5 jaar. Het management heeft aangegeven een free cash flow te genereren van + € 500 miljoen tegen 2022, die zal worden teruggegeven aan de aandeelhouders en die meer dan 50% van de huidige marktkapitalisatie vertegenwoordigt. Bovendien waarden beleggers, ondanks het recente herstel van de aandelenkoers, de onderneming nog steeds aanzienlijk onder de mark-to-market waarde van haar landbank, ondanks gerapporteerde cijfers waaruit blijkt dat de onderneming + 20% brutowinstmarges behaalde.

Forterra (# 2 baksteenfabrikant in het VK) - De aandelenkoers is onder druk komen te staan vanwege zorgen van beleggers over de Brexit-onzekerheid en de exit van een grote aandeelhouder die gedwongen verkoper was. Hoewel er aanwijzingen zijn voor een vertraging in de tweede helft van 2019, genereert het bedrijf momenteel bijna 10% aan free cashflow met nauwelijks schulden. Bovendien blijft de prijs sterk, aangezien de baksteenvoorraden in het VK erg laag zijn, wat leidt tot hogere import om aan de vraag te voldoen. Het aandeel wordt op het moment verhandeld tegen 10x de winst met een dividendrendement van 4%.

Dalata is de grootste hotelexploitant in Ierland met meer dan 20% marktaandeel, volledig gericht op de 3- en 4-sterrencategorie. Het bedrijf profiteert momenteel van een beperkt kameraanbod in Dublin dat nog steeds achterblijft bij de vraag. Bovendien streeft het management nu naar een opportunistische uitbreiding in steden in het VK (met uitzondering van Londen) waar de bestaande concurrerende hotels oud zijn en weinig in is geïnvesteerd. Het bedrijf heeft een duidelijke visie in het creëren van ongeveer 1200 kamers per jaar in steden in het VK voor de komende 5-7 jaar, wat het bestaande aantal kamers meer dan verdubbelt. Het huidige bouw-programma geeft ons een hoge mate van vertrouwen, met een verwachte EBITDA-groei van rond de 10+ procent in de komende drie jaar. Toch wordt het bedrijf verhandeld met een aanzienlijke korting ten opzichte van de peer group en zonder premie op de book value, ondanks het uitstekende lange termijn track record van het management in het genereren van aandeelhouderswaarde.

Tullow Oil (olie- en gasexploratie) - Een voormalig lieveling van de markt met een sterk trackrecord van succesvolle exploratie in Afrika (voornamelijk Ghana), die agressief opliep en werd getroffen door de instorting van de olieprijs in 2014-16. Het verbeteren van de balans is nu voltooid en het bedrijf groeit, maar wordt nog steeds gewaardeerd als een noodlijdende situatie. De productiegroei in 2019 zal + 10% zijn, wat beter is dan de verwachtingen en voorloopt op de meeste concurrenten. Ook beginnen voor het eerst sinds vier jaar de exploratieactiviteiten opnieuw. In de afgelopen twee maanden heeft het bedrijf twee succesvolle oliebronnen offshore Guyana geboord. Het potentieel van de Guyana-exploratie is momenteel niet ingebed in de waardering van het bedrijf. Bovendien verwachten we in de loop van 2020 positieve updates te ontvangen over de definitieve investeringsbeslissingen (FID's) voor eerdere belangrijke ontdekkingen in Oeganda en Kenia.

We willen u niet enkel informatie over de beleggingskansen op het niveau van de individuele posities bieden, maar staan graag nogmaals stil bij onze algemene beleggingsvooruitzichten. **We blijven, ondanks de consensus, trouw aan onze visie dat we nog niet bij het einde van de huidige economische of beurscyclus zijn aanbeland, ook al houdt die al lang aan.** Opwaartse economische en beurscycli sterven niet van ouderdom, maar eerder door de afbouw van excessen en/of door beleidsfouten.

STILL EQUITY FUND

Q3 2019

Excessieve omstandigheden die normaal worden geassocieerd met grote marktpieken, blijven moeilijk te ontdekken. Een voorbeeld daarvan is de volgende grafiek met de netto uitstromen van aandelenfondsen in de VS versus obligatiefondsen – een situatie die niet doet denken aan eerdere pieken. Sinds de laatste marktpiek in 2008 hebben beleggers in hun wanhopige jacht op rendement hun weging naar aandelen van de hand gedaan ten voordele van vastrentende posities. In combinatie met sectordata die aantonen dat beleggers al bijna twee jaar lang cyclische sectoren dumpen ten voordele van meer defensieve aandelensectoren, zouden we redelijkerwijs kunnen besluiten dat beleggers reeds 'conservatieve' posities hebben ingenomen.

**Cumulative Net Flows into Mutual Funds + ETFs -
Equity Less Bond (\$BN, Monthly)**



Deze defensieve positionering is grotendeels een natuurlijke reactie op de toegenomen politieke en economische onzekerheid. Zwakke productie- en handelscijfers leiden tot grotere bezorgdheid over het toegenomen risico op een recessie met belangrijke negatieve gevolgen voor de waarde van aandelen. Samengevat: de belangrijkste keten van economische gebeurtenissen waar beleggers zich nog steeds zorgen over maken, zit als volgt in elkaar: 1) handels- en andere onzekerheden hebben gevolgen voor de wereldwijde productie industrie; 2) de productie industrie heeft gevolgen voor de bedrijfswinsten (ook al gaat het slechts om een klein deel van de economie, zoals in de VS); en 3) bedrijfswinsten zijn de belangrijkste indicator voor toekomstige groei van de werkgelegenheid en kapitaaluitgaven. Tot nu toe heeft de economie een aantal klappen gekregen, maar met a) een solide consumentenbasis in de ontwikkelde markten en b) een verdere beheersing van de kredietvoorwaarden, **blijft aanmodderende groei (en niet zozeer recessie) ons basisscenario.**

STILL EQUITY FUND

Q3 2019

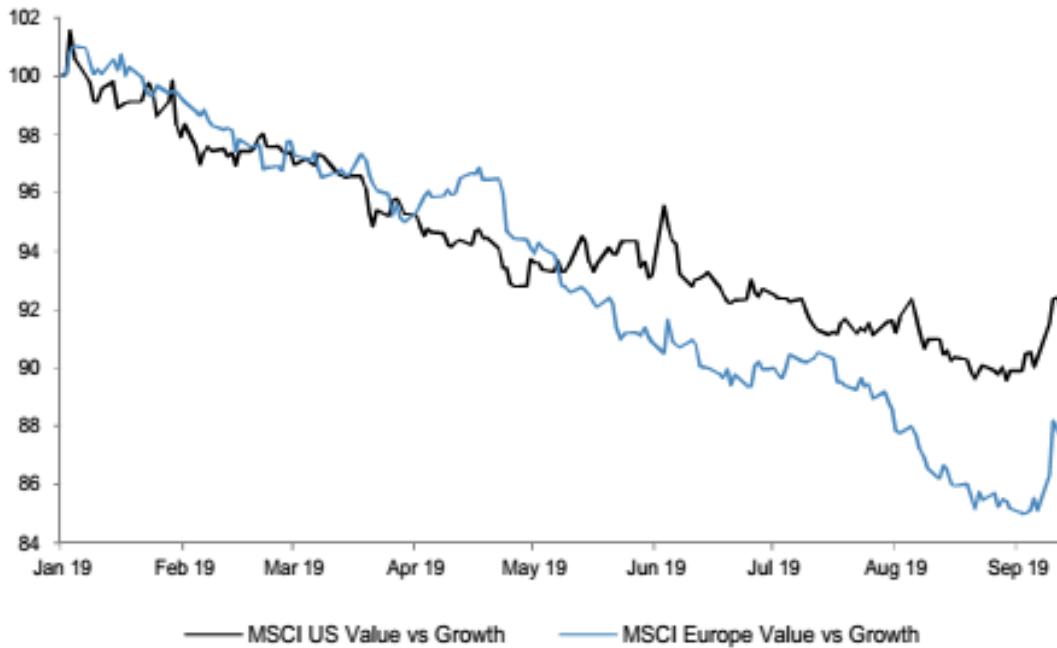
Er is hier onvoldoende ruimte om dieper in te gaan op de vraag waarom we het huidige economische pessimisme overdreven vinden. Kort gezegd zien we tekenen van economische stabilisering en de eerste aanwijzingen van verbetering die, als een beleidsfout geen roet in het eten gooit – denk vooral aan het handelsbeleid van de VS en de Brexit – zouden moeten leiden tot betere wereldwijde economische prestaties in 2020 ten opzichte van 2019. Wat wij nog interessanter vinden: er zijn vroege tekenen van feitelijk marktgedrag die erop lijken te wijzen dat beleggers steeds gevoeliger worden voor de mogelijkheid van deze verbeterende dynamiek. Er heerst een voelbare vrees op de markt dat het vierde kwartaal van 2019 het dramatische patroon van 2018 zal weerspiegelen, gezien de grote politieke onzekerheid en de zwakke economische cijfers in de krantenkoppen. **Een snelle blik op de interne marktcijfers in de onderstaande grafiek wijst echter op een 'gezondere' aandelenmarkt, wat niet strookt met het scenario van een dreigende recessie.**



Interessanter vanuit het perspectief van onze portefeuille is het marktgedrag van september. Dat lijkt erop te wijzen dat we ons op een keerpunt in de dynamiek van de aandelenmarkt bevinden. Dit kan een omwenteling naar waarde inluiden (zie de grafiek hiernaast). In september was er zowel in de VS als in Europa sprake van een sterke opleving van rendementen van waarde aandelen. In diezelfde maand was er ook een spectaculaire implosie van de waardering van de 'unicorn' WeWork, die zich genoodzaakt zag om zijn plannen voor een beursgang voor onbepaalde tijd uit te stellen. (Unicorn: een tech start-up met een marktwaarde van minimaal een miljard dollar.) Samen met de slechte prestaties van Lyft en Uber na hun respectieve beursintroducties zijn deze gebeurtenissen misschien wel **de 'bel' op het hoogtepunt van de waarderingsbubbel rond groei/momentum/unicorns die de langverwachte omwenteling van groei naar waarde inluidt.** Momenteel verrekenen de markten in ruime mate de politieke risico's en economische gevolgen van een escalatie in de handelsrelaties tussen de VS en China en van een chaotische no-deal brexit. Elke verduidelijking of verbetering van deze politieke drama's zou leiden tot een belangrijke economische opleving, die wereldwijd ten goede komt aan aandelen en, volgens ons, aan waarde aandelen in het bijzonder.

STILL EQUITY FUND

Q3 2019



Source: Datastream

In ons privéleven zijn we allemaal waardebeleggers: we kopen graag een woning, een auto of een vaatwasser van goede kwaliteit en die 'een koopje' is. Wanneer het om groei/momentum-aandelen gaat, willen de meeste 'beleggers' om de een of andere reden kopen wat 'hot' is, een opwaartse beweging vertoont of het onderwerp van gesprek is. Is dat beleggen? Nee, dat is speculeren. Speculatie mag dan al een tijdlang gewerkt hebben, maar dat verandert niets aan de intrinsieke aard of de risico's ervan.

We blijven vasthouden aan ons standpunt dat we reeds hebben geformuleerd in het laatste kwartaalrapport. We zijn nog steeds van mening dat de vooruitzichten voor de portefeuille op basis van de huidige waarderingen en verwachtingen op het vlak van bedrijfsprestaties sinds de lancering van de portefeuille nog nooit zo sterk is geweest. Neem zeker contact met ons op mocht u vragen hebben over de kwartaalrapportage of mocht u dieper willen ingaan op de portefeuille.