

MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2018

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt toonde in de maand augustus een verdeeld beeld. De AEX-Index daalde 2,0% naar 558,42 en de Amsterdam Midkap Index sloot nagenoeg onveranderd op 784,93. De Amsterdam SmallCap Index steeg daarentegen met 0,4% naar 1056,71.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in augustus met 0,1% van € 52,06 naar € 52,12. Over de eerste acht maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van -4,8%.

Het fondsvermogen per 3 september 2018 bedroeg € 115,2 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 110,3 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind augustus 4,2% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 september 2018 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 52,37
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 52,12
Fondsvermogen	€ 115.180.472
Aantal uitstaande aandelen	2.210.050

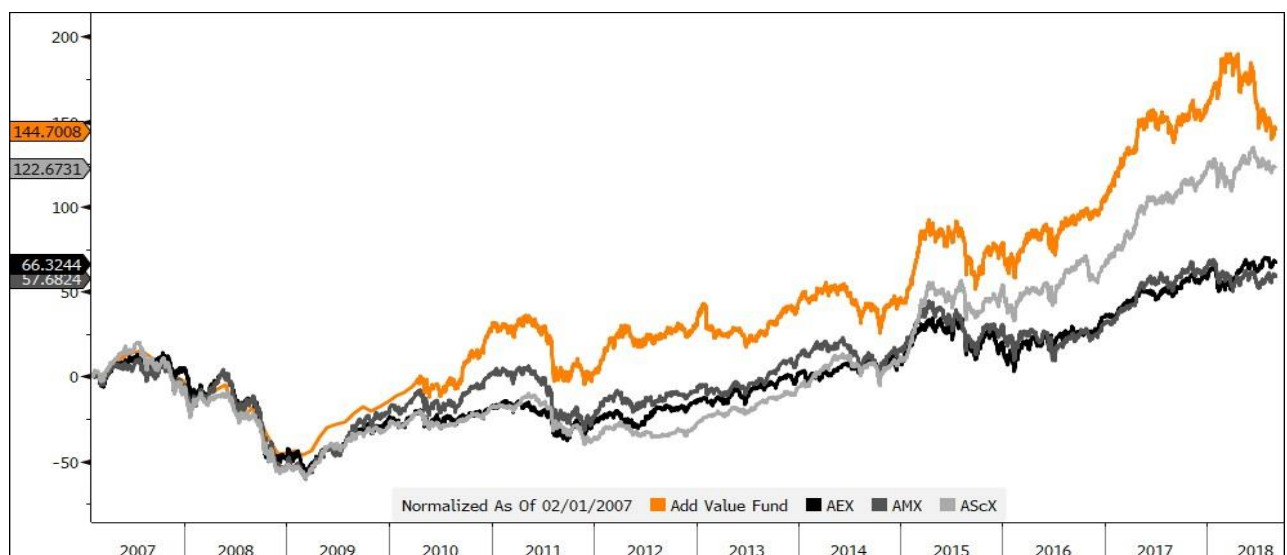
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+26,65	-4,77%	+144,70
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	+5,61	+66,32
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-3,70	+57,68
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	-0,13	+122,67

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/8/2018

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/8/2018)

Peildatum: 31/8/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Nedap	+24,7	-9,6	+5,9	+4,5
2.	Brunel International	+15,1	-20,7	-18,8	-7,9
3.	Flow Traders	+10,4	-25,3	-30,8	-0,9
4.	Sif Group	+7,2	+4,2	-6,9	-4,6
5.	Neways Electronics Int.	+3,0	-20,9	-3,3	+11,3
6.	TKH Group	+1,9	-2,5	-12,3	-5,8
7.	Hunter Douglas	-0,0	-0,9	+5,2	+4,3
8.	Aalberts Industries	-1,2	-10,5	-11,8	-4,8
9.	ASM International	-6,0	-21,2	-6,8	-6,1
10.	Lucas Bols	-10,1	-7,1	-3,7	+0,6
11.	Kendrion	-11,0	-13,4	-11,9	-14,1
12.	Acomo	-19,3	-9,9	-14,2	-0,2
13.	Koninklijke Brill	-25,1	-18,8	-19,8	-12,2
14.	Accell Group	-31,3	-15,8	-1,7	-0,4
15.	BE Semiconductor Ind.	-31,3	-54,0	-35,0	+0,5

- 1) In augustus realiseerden 5 van de 15 participaties (= 33%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 6 van de 15 participaties (= 40%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Neways Electronics International** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze *outperformance* volgde op fraaie halfjaarcijfers die eind augustus werden gepubliceerd;
- 3) **Kendrion** en **Koninklijke Brill** waren de minst presterende deelnemingen in de portefeuille. Kendrion rapporteerde halfjaarcijfers die licht achterbleven bij de marktconsensus. Koninklijke Brill publiceerde tegenvallende nettowinstcijfers over H1 2018 en een terughoudende prognose voor het resultaat in FY 2018. Beide ondernemingen zijn echter vol vertrouwen ten aanzien van het middellange termijn perspectief.

Bedrijfsnieuws

Nedap – H1 2018

Bedragen in € miljoen	H1 2018	H1 2017	%-verandering
Omzet	96,7	87,5	+10
Recurring omzet	17,9	14,6	+22
Bedrijfsresultaat	10,0	6,9	+46
EBIT-marge (%)	10,4	7,9	+250 bps
Nettowinst	8,8	4,8	+82
Winst per aandeel (€)	1,37	0,72	+90

Technologiebedrijf Nedap rapporteerde sterke halfjaarcijfers 2018. Nadat de afgelopen jaren in het teken stonden van de herinrichting van de *supply chain*, waarmee aanzienlijke buitengewone lasten waren gemoeid, lijkt 2018 het jaar te worden waarin het nieuwe, meer gefocuste Nedap zichtbaar wordt met een gezonde autonome opbrengstengroei en een *double digit* EBIT-marge. In H1 2018 droegen de marktgroepen Healthcare, Identification Systems, Livestock Management en Staffing Solutions bij aan de omzetgroei. De marktgroep Light Controls liet een stabiele omzetontwikkeling zien, terwijl Retail en Security Management een daling lieten zien.

Met name Healthcare en Livestock Management presteerden sterk. De gezonde omzetgroei van de marktgroep Healthcare heeft zich in H1 2018 verder voortgezet. Naast groei van het marktaandeel in de ouderenzorg versterkt de marktgroep ook haar marktpositie in de geestelijke gezondheidszorg (GGZ) en de verstandelijk gehandicaptenzorg. De omzet van de marktgroep Livestock Management, de automatisering van veehouderijprocessen op basis van individuele dieridentificatie, liet een duidelijke sprong zien ten opzichte van 2017. Aanhoudend goede marktomstandigheden in de wereldwijde melkwinningsector en een stijging van het marktaandeel hebben geleid tot een aanzienlijke omzetgroei in de melkveehouderij. Ook de omzet in de varkenshouderij vertoonde een goede groei, ondanks vertraging bij de bouw van een aantal grote reeds gecontracteerde projecten.

Hoewel de omzet van de marktgroep Retail daalde ten opzichte van het uitstekende jaar 2017, is Nedap onverminderd sterk geïmplementeerd om te profiteren van de ontwikkelingen in het retaillandschap. De interesse onder retailers voor de op RFID-gebaseerde voorraadbeheersingssystemen (!D Cloud) nam de afgelopen maanden sterk toe, wat onder meer blijkt uit het groeiend aantal retailers dat start met proefprojecten. Daar staat tegenover dat de omzet uit conventionele antiwinkeldiefstalsystemen op basis van RF-technologie afneemt.

De marktgroep Security Management, systemen voor toegangsbeheer en beveiliging, liet in H1 2018 een daling van de omzet zien. Dit valt te verklaren door het projectmatige karakter van de omzet, de onderliggende trend blijft positief.

Bij grote organisaties groeit de vraag naar het Nedap Global Client Program, speciaal ontwikkeld voor het succesvol wereldwijd implementeren van grootschalige toegangscontroleprojecten.

De Nedap-directie verwacht dat de omzet in H2 2018 een groei zal laten zien ten opzichte van dezelfde periode van 2017, onvoorziene omstandigheden daargelaten. Echter, het is onzeker of het groeitempo van H1 2018 kan worden doorgezet in H2 2018. Dit groeitempo is afhankelijk van het economische klimaat, de ontwikkelingen op specifieke markten en opdrachten van individuele klanten. Ook kan de omzet in H2 2018 worden beïnvloed door verstoringen in de *supply chain*, mede door de aanhoudende schaarste aan bepaalde elektronica-componenten.

Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel van € 2,40 naar circa € 2,50 (2017: € 2,02). Tegen de huidige beurskoers van € 46,70 wordt 18,7x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement komt op 4,3% uitgaande van een pay-out ratio van 80%.

TKH Group – H1 2018 (in € miljoen)

	Q2 2018	Q2 2017	%	H1 2018	H1 2017	%
Omzet	414,7	365,4	+13	812,6	725,5	+12
EBITA	47,1	31,0	+52	92,9	70,7	+31
EBITA-marge (%)	11,4	8,5	+290 bps	11,4	9,7	+170bps
Nettowinst	27,8	20,8	+33	54,9	43,3	+27
Return on Capital Employed (%)				20,8	19,8	+100bp
Winst per aandeel (€)				1,44	1,07	+35

De halfjaarcijfers van technologiebedrijf TKH Group bleken licht hoger te zijn uitgekomen dan de marktconsensus. In het tweede kwartaal van het lopende boekjaar steeg de omzet relatief nog iets sterker dan in Q1 2018, terwijl er tevens een sprong in de EBITA-marge werd gemaakt, hetgeen duidt op een verbeterde efficiency. Hiermee ligt TKH Group op koers om de middellange termijn doelstelling, een EBITA-marge van 12-13%, te gaan realiseren. Hierbij zal de winstbijdrage van de nieuwe technologie-segmenten CEDD airfield ground lighting en subsea kabels in respectievelijk 2019 en 2020 een verdere impuls geven aan de margeverruiming. Beide segmenten waren in H1 2018 per saldo nog verlieslatend door relatief hoge aanloopkosten.

Overigens werd in alle drie business units – Telecom Solutions, Building Solutions en Industrial Solutions – goede progressie geboekt. In *Telecom Solutions* kreeg margeverruiming prioriteit boven geforceerde capaciteitsuitbreiding, welke beleidsbeslissing goed uitpakte. Bij een omzetstijging van 5,8% werd een 41% hoger bedrijfsresultaat geboekt waaruit een fraaie EBITA-marge van 15,8% volgde (H1 2017: 11,8%). Medio 2019 zal nieuwe glasvezelproductiecapaciteit gereed zijn, waarin TKH nu investeert, en hetgeen de basis vormt voor een verdere omzet- en resultatenstijging in 2019 en volgende jaren.

Building Solutions rapporteerde een omzettoename van 10,5% in H1 2018 met een EBITA-groei van 28%, waardoor de EBITA-marge verbeterde van 8,6% naar 10,0%. Hierbij de aantekening dat Q2 2017 een zwakke performance kende door problemen in het Parking segment. Deze zijn inmiddels opgelost en Parking toonde in Q2 2018 juist een sterk omzet- en margeherstel waar de Machine Vision omzet slechts een bescheiden omzettoename liet noteren na een zeer sterke H1 2017. CEO Alexander van der Lof verzekerde analisten en beleggers echter dat de groei vanaf het lopende kwartaal weer zal aantrekken nu de interesse in 3D smart sensor technologie marktbreed sterk toeneemt.

In *Industrial Solutions* werd ook goed gepresteerd met een omzetstijging in H1 2018 van ruim 15% en een stijging van het bedrijfsresultaat van 27,4%, waardoor de EBITA-marge kon toenemen van 12,7% naar 14,0%. Zowel in connectivity systems (onder andere robotarmen en automatiseringstoepassingen) als in manufacturing systems (met name bandenbouwmachines) werd een *double digit* omzetstijging gemeld en kon de operationele marge worden verruimd tot gecombineerd 14,0% (H1 2017: 12,7%). Het aandeel van de Top 5 bandenbouwers (Michelin, Pirelli, Continental, Goodyear en Bridgestone) in de orderintake nam verder toe. Dochteronderneming VMI uit Epe gaat de productiecapaciteit in Polen verdubbelen, hetgeen een additionele investering van een kleine € 5 miljoen vergt. Deze extra capaciteit wordt begin volgend jaar operationeel en versterkt de basis van dit sterk groeiende bedrijfsonderdeel. Voor geheel 2018 voorziet het management een netto resultaat in de bandbreedte van € 116 – 122 miljoen (2017: € 95,6 miljoen). Dit vertaalt zich in een winststijging van circa 25% waardoor een winst per aandeel van € 2,85 (2017: € 2,30) binnen bereik komt. Tegen de huidige beurskoers van € 49,20 wordt 17,3x de getaxeerde winst voor de aandelen TKH Group betaald en komt het dividendrendement op 2,9% uitgaande van een pay-out ratio van 50%.

Neways Electronics International – H1 2018 (bedragen in € miljoen)

	H1 2018	H1 2017	%-verandering
Omzet	247,0	213,6	+16
Bedrijfsresultaat	11,0	7,2	+53
Operationele marge (%)	4,5	3,4	+110 bps
Nettowinst	6,8	4,9	+39
Winst per aandeel (€)	0,57	0,43	+33
Orderportefeuille	300,8	218,0	+38

Neways rapporteerde fraaie cijfers over het eerste halfjaar 2018. Na de sterke start van 2018 liet ook het tweede kwartaal een flinke omzetgroei en een verdere stijging van het orderboek zien. De groei had hoger kunnen uitvallen maar werd geremd door de steeds duidelijkere schaarste op de markt voor componenten en de arbeidsmarkt. Toch kon Neways deze uitdagingen beter het hoofd bieden dan voorheen door een focus op strakkere operationele processen, kennis van klanten en de sectoren waarin zij actief zijn en te investeren in hoogwaardige technologische expertise.

De omzettoename in H1 2018 werd gedragen door de sectoren automotive en semiconductor. De orderintake in het eerste halfjaar steeg met 8,2%, ofwel € 21,6 miljoen, waardoor de book-to-bill ratio op 1,15 uitkwam, voornamelijk gedreven door nieuwe orders vanuit semiconductor, medical, automotive en industrial.

De fraaie EBIT-margeverbetering van 110 basispunten was het resultaat van een hogere productiviteit en betere bezetting van de organisatie. Dit werd deels gecompenseerd door toegenomen prijsdruk vanuit Neways' leveranciers als gevolg van de schaarste aan componenten. De vestiging in Riesa (Duitsland), met een focus op de Duitse automotive sector, kende een sterker dan verwachte groei in H1 2018. Als gevolg van organisatorische problemen en een ziekteverzuim van 20% liep Neways circa € 10 – 12 miljoen omzet mis. Inmiddels is COO Adrie van Bracht aangesteld om de organisatie in Riesa te stroomlijnen.

Gezien de sterke groei en de genoemde componenten schaarste wakte het geen verbazing dat het werkkapitaal toenam van € 79,4 miljoen per ultimo 2017 naar € 86,2 miljoen medio 2018. De solvabiliteit bleef ruim voldoende met 40% per eind juni jl. (ultimo 2017: 42,1%). De nettoschuld/EBITDA-ratio verbeterde van 1,6 per eind 2017 naar 1,4 medio 2018.

Het management betoonde zich positief ten aanzien van de vooruitzichten voor H2 2018. Het orderboek voor de tweede helft van het jaar is uitstekend gevuld en biedt zichtbaarheid tot in 2019. Verdere verbetering van de organisatie, met

name op het gebied van de logistieke en inkoopprocessen, zal ervoor moeten zorgen dat Neways optimaal profiteert van het goed gevulde orderboek en bijdragen aan een verdere stijging van omzet en winstgevendheid voor het jaar als geheel. Het hogere activiteitsniveau in combinatie met verdere prijsdruk als gevolg van componenten schaarste zal echter ook in H2 2018 voor een uitdaging zorgen. Tenslotte is het december-effect belangrijk: in december 2017 kon Neways tot het einde van de maand uitleveringen blijven doen aan met name Duitse automotive klanten, waar normaal gesproken de boeken medio december worden gesloten. Of deze extra omzet ook dit boekjaar kan worden gerealiseerd is onzeker. Wij taxeren voor 2018 een winst per aandeel van circa € 1,25 (2017: € 1,00), waarmee de aandelen Neways Electronics International tegen de huidige beurskoers van € 12,50 op slechts 10,0 keer de verwachte winst worden verhandeld. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 40% bedraagt het verwachte dividendrendement 4,0%.

Sif Group – H1 2018 (bedragen in € miljoen)

	H1 2018	H1 2017	% verandering
Contribution	45,6	74,4	-39
Bedrijfsresultaat	6,4	25,7	-75
Operationele marge (%)	14,0	34,5	
Nettowinst	4,4	19,4	-77
Winst per aandeel (€)	0,17	0,76	-78

Sif Group, producent van monopiles en jacket componenten voor de wind- en olie- en gasindustrie, rapporteerde halfjaarcijfers die licht achterbleven bij de marktconsensus. Echter, de projecties voor een sterk omzet- en winstherstel in 2019 en volgende jaren bleven onverkort gehandhaafd. Het lopende boekjaar wordt gezien als een transitiejaar. Zoals verwacht brak in de loop van Q2 2018 een periode van onderbezetting aan nadat de productie van monopiles en transitiestukken voor de projecten Hohe See en Borkum West 2 waren afgerond. Na een Q2 productie van 29 Kiloton en een EBITDA van bijna € 4 miljoen, is Sif overgegaan tot een tijdelijke vermindering van het werknemersbestand.

Per eind 2017 bedroeg het aantal medewerkers 615, welk aantal eind juni is teruggebracht tot circa 320. De overgebleven medewerkers worden ingezet voor onderhoudswerkzaamheden in de vestiging Roermond, alsmede in de verbetering van de lay-out van de productiefaciliteit ter plaatse.

Ofschoon de productie in Q3 2018 is hervat, zal dit voor het gehele kwartaal nog niet leiden tot een significante stijging van de output ten opzichte van Q2 2018. Voor geheel 2018 gaat Sif uit van een bezetting van circa 50% van de maximaal beschikbare capaciteit van 300 Kiloton.

De vooruitzichten voor 2019 en volgende jaren worden als zeer positief gekenschetst. Het orderboek voorziet momenteel in een productie van 200 Kiloton voor 2019 en van 90 Kiloton voor 2020. Daarenboven is er een goed gevulde orderpijplijn om de resterende capaciteit mee te vullen. Het positieve momentum voor de offshore windenergie markt is duidelijk teruggekeerd. In dit kader wordt de aanbesteding van subsidievrije windprojecten genoemd, alsmede een verdere reductie in LCOE ('Levelized Cost of Energy') voor offshore windenergie in Europa en een toenemende interesse vanuit de opkomende markten Verenigde Staten en Azië.

Nu het noodzakelijke onderhoudswerk is voltooid, staat Sif goed gesteld om de komende jaren optimaal te kunnen profiteren van de "offshore wind boom" in de windenergiesector. Teneinde te kunnen voldoen aan hogere eisen van regelgeving zal Sif de komende jaren voor een bedrag van € 8 – 14 miljoen investeren in uitbreiding van de coatingfaciliteit in de vestiging aan de Rotterdamse Maasvlakte. Dit zal geschieden onder leiding van de nieuwe CEO, Fred van Beers, die Jan Bruggenthijns per 1 september is opgevolgd.

Wij taxeren voor Sif een winst per aandeel 2019 van circa € 2,00 per aandeel, uitgaande van een productievolume van 255 Kiloton (= 85% bezetting). Tegen de huidige beurskoers van € 16,70 wordt alsdan slechts 8,4x de verwachte winst voor de aandelen Sif Group betaald. Een pay-out ratio van 30% levert een dividendrendement van 3,6%.

Kendrion – H1 2018 (bedragen in € miljoen)

	Q2 2018	Q2 2017	%	H1 2018	H1 2017	%
Omzet	119,0	117,3	+1	239,6	235,6	+2
EBITA	11,6	10,8	+7	23,5	21,4	+10
EBITA-marge (%)	9,7	9,2		9,8	9,1	
Nettowinst	7,7	6,8	+14	15,8	13,7	+16
Winst per aandeel (€)	0,57	0,50	+14	1,16	1,01	+15

Elektromagnetenfabrikant Kendrion rapporteerde licht tegenvallende cijfers over Q2 2018. De omzettoename vertraagde licht in vergelijking met Q1 2018/Q1 2017, vooral door een tegenvallende gang van zaken in het segment Passenger Cars. Kendrion wordt hier geconfronteerd met de gevolgen van het Dieseldgate-schandaal. Niet alleen lopen de verkopen van dieselauto's terug, daarnaast duurt het langer voordat nieuw ontwikkelde schone dieselmotoren volledig door de aangescherpte testprocedures komen. Tot die tijd komen deze nieuwe dieselmotoren nog niet in aanmerking voor (serie)productie en daardoor mist Kendrion tijdelijk verkopen in dit marktsegment. Kendrion heeft de achterliggende periode de performance van de business unit Passenger Cars onder de loep genomen en naar aanleiding daarvan de R&D-organisatiestructuur aangepast en het management vervangen. CEO Joep van Beurden fungeert tijdelijk als interim-manager om de herstructurering die eind dit boekjaar zal zijn afgerond, ten uitvoer te brengen.

Met een operationele marge van 7,5% in H1 2018 (H1 2017: 8,6%) blijft de Automotive divisie ver achter bij de groepsdoelstelling van 10%. In tegenstelling tot Automotive presteerden de overige Kendrion-activiteiten uitstekend.

De Industriële divisie meldde een omzetsijging van ruim 5% in H1 2018 en een fraaie verruiming van de operationele marge van 10,5% naar 13,7%. Commercial Vehicles rapporteerde een solide ontwikkeling in H1 2018 en versterkte haar positie in de markt.

Kendrion presenteerde tevens een strategische update, ditmaal voor de periode 2019 – 2023. Gedurende deze vijfjaars periode is het primaire streven van de onderneming om voortgaande duurzame winstgevendende groei te blijven realiseren. Daarbij ligt het accent op **(1)** de divisie Passenger Cars waar elektrische en zelfrijdende auto's alsmede veiligheid en comfort niet zonder elektromagnetische ondersteuning kunnen worden ontwikkeld **(2)** permanent magnet brakes voor de robotindustrie en **(3)** de groeiemarkt China waar Kendrion intussen al principe-akkoorden met eindklanten ter waarde van € 240 miljoen heeft afgesloten. Deze opdrachten zullen vanaf 2020 merkbaar in de groei van Kendrion tot uiting komen. Voorts streeft Van Beurden naar een Return on Investment (ROI) van tenminste 20% in 2023 (thans: 15%) en een EBITDA-marge van meer dan 15% (thans: 14,6%).

Anders dan in het vorige strategische plan werd ditmaal geen omzetdoelstelling gegeven – in het 'Simplify – Focus – Grow' programma 2016 – 2018 was een gemiddelde jaarlijkse omzetgroei van 5% verondersteld. Gecorrigeerd voor conjuncturele schommelingen lijkt Kendrion voor de komende vijfjaars periode met een jaarlijkse omzetgroei van 6% te rekenen, hetgeen in lijn is met de eerdere uitspraak dat de organisatie, die anno 2018 aanzienlijk beter is gestroomlijnd dan drie jaar geleden, ook sneller moet kunnen groeien.

Tenslotte werd een nieuw financieringsarrangement gemeld: met een consortium bestaande uit ING Bank, Deutsche Bank en HSBC werd voor een periode van 5 jaar een financieringsarrangement van € 150 miljoen afgesloten waarmee Kendrion de middellange termijndoelstellingen kan realiseren. Dit arrangement kon worden afgesloten tegen lagere financieringskosten. Voor geheel 2018 handhaaft het management de eerdere prognose dat de EBITA-marge van 10% per ultimo van dit boekjaar naar verwachting zal worden gerealiseerd. De teruggang in de dieselactiviteiten zal zich voortzetten in H2 2018, maar de omzetsderving wordt naar verwachting gecompenseerd door een aanhoudend hoge groei van de industriële activiteiten. Wij verlagen onze winsttaxatie 2018 van € 2,05 naar € 1,85 (2017: € 1,74). Tegen de huidige beurskoers van € 30,- wordt 17,3x de verwachte winst voor de aandelen Kendrion betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 2,9% op basis van een pay out-ratio van 50%.

Brunel International – H1 2018 (in € miljoen)

	Q2 2018	Q2 2017	%	H1 2018	H1 2017	%
Omzet	221,3	188,9	+17	435,1	385,3	+13
EBIT	4,1	-1,2	n/a	11,3	4,6	+148
EBIT-marge (%)	1,8	-0,6		2,6	1,2	
Gem. aantal direct	11.889	9.201	+29	11.558	9.093	+27
Gem. aantal indirect	1.539	1.496	+3	1.533	1.478	+4
Ratio direct/indirect	7,7	6,2		7,5	6,2	
Winst per aandeel (€)				0,09	0,01	

Het halfjaarbericht van detacheerder Brunel International was positief ten aanzien van de gerealiseerde omzetgroei, maar stelde enigszins teleur qua marge-ontwikkeling. De gepresenteerde omzet/EBIT-prognose voor FY 2018 bleef achter bij de marktconsensus, waardoor de beurskoers circa 7% daalde na publicatie van het interim statement. Onderliggend was de teneur van de ontwikkeling evenwel positief. De economische ontwikkeling in de kernlanden van Brunel – DACH (Duitsland/Oostenrijk/Zwitserland/Tsjechië) en Nederland – is zonder meer gunstig, terwijl de wereldwijde olie- en gassector geleidelijk uit het dal klimt. Deze voor Brunel belangrijke sector begint na vijf jaar van teruggang eindelijk tekenen van investeringsherstel te tonen, waarvan Brunel de komende kwartalen de revenuen moet zien te plukken. De gepresenteerde omzetprognose voor FY 2018 ligt in de bandbreedte € 875 – 925 miljoen, terwijl de EBIT-forecast op € 32 – 38 miljoen uitkomt. De vorig jaar aangetreden CEO Jilko Andringa, de opvolger van Jan Arie van Barneveld, hanteert vermoedelijk conservatieve aannames. Niettemin verlagen wij (en de marktconsensus) onze winsttaxatie 2018 van € 0,50 naar € 0,40 per aandeel (2017: € 0,15). Tegen de huidige beurskoers van € 12,90 wordt met een KW-verhouding van 32x de getaxeerde winst 2018 al een voorschot genomen op een voortgezet winstherstel in 2019. Uitgaande van wederom een 100% dividend pay-out bedraagt het dividendrendement bijgevolg 3,1%.

Koninklijke Brill – H1 2018 (bedragen in € miljoen)

	H1 2018	H1 2017	%-verandering
Omzet	16,1	16,0	+0,6
EBITDA	0,7	1,1	-36
EBITDA-marge (%)	4,4	7,0	-260 bps
Bedrijfsresultaat	0,2	0,8	-75
Nettowinst	0,1	0,4	-75
Winst per aandeel (€)	0,08	0,20	-60

Wetenschappelijk uitgever Koninklijke Brill rapporteerde teleurstellende halfjaarcijfers. Bij een marginale omzettoename was er een stevige daling van het bedrijfsresultaat welke werd versterkt door een per saldo daling van de US dollar tegen de euro. De resultaatdaling kwam tot stand in Q2 2018 door een teruggang in de verkoop van elektronische boeken in de Verenigde Staten en van gedrukte uitgaven in de EU. Tijdschriften boekten een groei van 2,7% en het onlangs overgenomen Schöningh & Fink presteerde naar behoren en realiseerde een tevredenstellende groei.

Het management zet in op een kostenverlagingsprogramma dat per 2020 tot een structurele operationele kostenverlaging van € 0,6 miljoen moet leiden. Hiertoe worden in zowel 2018 als 2019 buitengewone lasten van in totaal € 0,8 miljoen genomen. Gegeven het eenmalige karakter van deze operatie en Brill's goede middellange termijn vooruitzichten, zullen deze extra lasten geen invloed hebben op het dividendbeleid.

Gezien de onverwachte daling in enkele bedrijfssegmenten in H1 2018, is het management terughoudend ten aanzien van het te verwachten resultaat voor FY 2018. Daarbij speelt de traditioneel lastig voorspelbare omzet in Q4 (verreweg het belangrijkste kwartaal voor Brill) een belangrijke rol. Omdat de pijlpijn voor product releases en verkoopopdrachten voor H2 2018 goed is gevuld, ziet het management toch goede kansen om tot een tevredenstellend resultaat voor geheel 2018 te komen. Wel dient te worden bedacht dat voornoemde buitengewone lasten voor € 0,3 miljoen het netto

resultaat nadelig beïnvloeden, terwijl ook hogere amortisatie- en financieringskosten een neerwaarts effect sorteren. Per saldo verwacht het management een licht lager netto resultaat en winst per aandeel 2018 in vergelijking met 2017 (nettowinst: € 2,3 miljoen, winst per aandeel: € 1,21).

Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel 2018 van € 1,15 en gaan uit van een pay out-ratio van 85% waaruit een dividend van € 0,98 per aandeel volgt. Tegen de huidige beurskoers van € 23,00 wordt alsdan 20x de getaxeerde winst voor de aandelen Brill betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 4,3%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 3 september 2018 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	14,1%
Hunter Douglas	14,0%
Flow Traders	12,0%
BE Semiconductor Industries	9,7%
Nedap	8,6%
TKH Group	7,4%
Neways Electronics International	7,0%
Sif Group	5,5%
Kendrion	4,9%
Brunel International	3,2%
Overige 5 participaties	9,4%
Liquiditeiten en overige	4,2%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Onze portefeuille is de afgelopen drieëneenhalve maand geconfronteerd met een golf van winstnemingen. Daarvoor zijn niet zo zeer bedrijfsspecifieke oorzaken aan te wijzen als wel een brede verslechtering van het algemene marktsentiment. De dreigende handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China/West-Europa, alsmede de politieke spanningen in Europa (Italië, Duitsland, UK – Brexit) hebben beleggers in een defensieve positie gedwongen.

Deze toenemende onzekerheid is aanleiding om de toekomstige economische perspectieven terughoudender in te schatten. Bijgevolg is de voorspelbaarheid van (de groei van) de bedrijfswinsten aanmerkelijk verslechterd. In een dergelijk extern (beurs)klimaat is een koerscorrectie het gevolg.

Zolang zich echter geen escalatie in de externe omstandigheden aandient, is een voortzetting van de gunstige omzet- en winstgroei – zeker op de kortere termijn – alleszins aannemelijk. Naar verwachting zullen 8 van de 15 participaties dit jaar recordwinsten rapporteren, 2 participaties een winstgroei en 5 participaties een winstdaling ten opzichte van 2017. Daarnaast zijn de 15 participaties in onze portefeuille prima gepositioneerd voor toekomstige winstgroei vanwege innovatiekracht, concurrentievermogen, groeiend marktaandeel en hogere marges. Verder hebben de participaties relatief weinig of geen rentedragende schulden waardoor naast een hoge pay-out ratio eigen aandelen kunnen worden ingekocht of winstgevendende overnames kunnen worden gedaan die de onderneming versterken en de winstgroei versnellen.

Op de inmiddels sterk verlaagde beurskoersen, is de waardering van onze portefeuille ontegenzeggelijk uiterst attractief geworden. Begin september noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 13,5x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,2%.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Het spreekt voor zich dat wij onze getaxeerde winsten voortdurend *up-to-date* houden en reeds enigszins neerwaarts hebben aangepast in het licht van de onzekere macro- en politieke ontwikkelingen. Wij gaan geleidelijk onze ruime liquide positie inzetten om optimaal te profiteren van de huidige aantrekkelijke waarderingen ter beurse.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 6 september 2018