

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2017

Inleiding

In december wist de Nederlandse aandelenmarkt per saldo terrein te winnen. De AEX-Index steeg 0,8% naar 544,58, de Amsterdam Midkap Index klom 1,0% naar 834,76 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 3,6% toe op 1087,38. De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in december 1,6% van € 54,69 naar € 55,57. Over het gehele jaar 2017 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +26,6%. Het fondsvermogen per 2 januari 2018 bedroeg € 104,4 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 103,9 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten bedroeg per jaartultimo 0,5% van het fondsvermogen.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 januari 2018 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 55,85
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 55,57
Fondsvermogen	€ 104.448.176
Aantal uitstaande aandelen	1.879.619

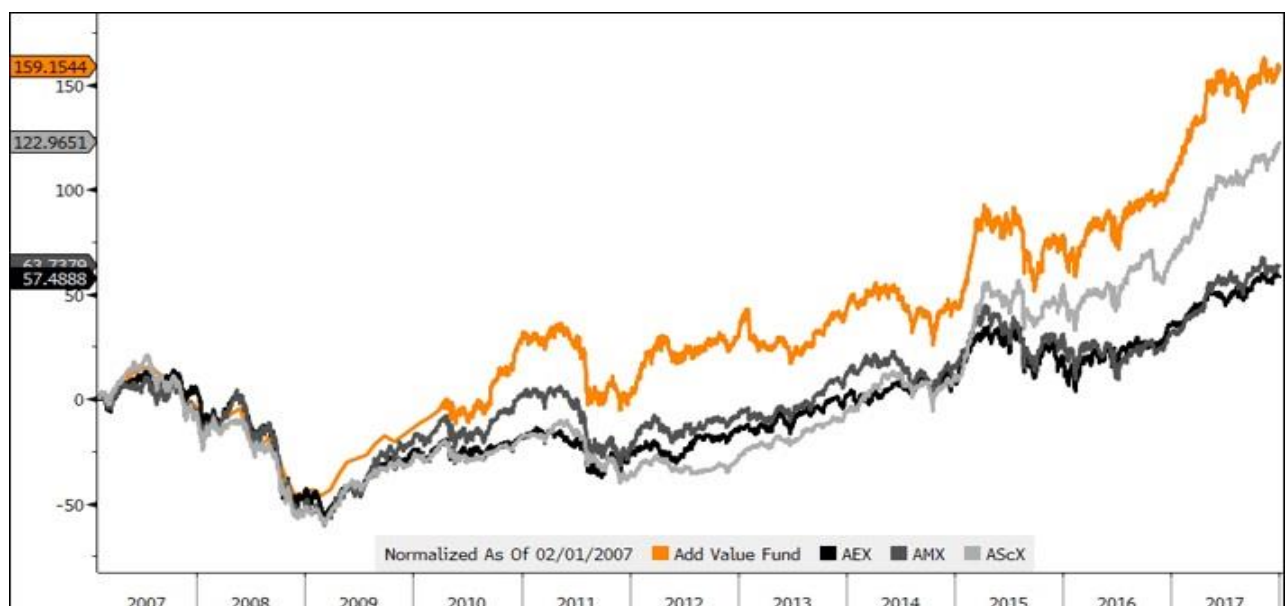
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+26,65	+159,15
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	+57,49
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	+63,74
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	+122,97

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 29/12/2017

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/12/2017)

Peildatum: 29/12/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+121,0	+49,5	+18,8	+1,4
2.	Kendrion	+50,1	+12,2	+ 8,6	-1,9
3.	Neways Electronics Int.	+47,1	+5,0	+9,1	-1,4
4.	TKH Group	+40,8	+8,8	-3,7	-5,5
5.	Aalberts Industries	+37,6	+21,6	+3,6	-1,2
6.	Hunter Douglas	+35,5	-2,9	+3,1	+9,8
7.	Nedap	+33,3	+14,1	+11,7	+5,2
8.	ASM International	+32,2	+10,6	+5,4	-2,9
9.	Koninklijke Brill	+28,0	+6,8	-2,5	+1,4
10.	Acomo	+15,3	-15,4	-2,7	-0,9
11.	Sif Group	+12,5	-7,3	-4,0	+5,5
12.	Lucas Bols	+7,0	-10,1	+0,3	-0,1
13.	Accell Group	+6,9	-18,3	-10,4	-2,5
14.	Brunel International	-1,2	+24,1	+12,8	+2,4
15.	Flow Traders	-38,9	-17,2	-12,1	+8,5

- 1) In december realiseerden 7 van de 15 participaties (= 47%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 15 participaties (= 87%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **Hunter Douglas** en **Flow Traders** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze outperformance was een technisch koersherstel na maanden van substantiële underperformance. Het koersherstel van Hunter Douglas werd mede ingegeven door de belastingverlaging die in de Verenigde Staten per 1 januari 2018 wordt doorgevoerd. Hierdoor daalt de belastingdruk aanzienlijk. Hunter Douglas behaalt namelijk meer dan 50% van haar nettowinst uit de VS;
- 3) **TKH Group** was de minst presterende participatie in de portefeuille. Er was geen specifieke oorzaak voor de mindere performance in de verslagmaand.

Mutaties in de portefeuille

In december hebben wij de positie in **Hunters Douglas** licht uitgebreid. Daarentegen hebben wij de positie in **Nedap** in bescheiden mate gereduceerd. Het kleine belang in **Koninklijke Vopak** hebben wij in december verkocht. Wij menen dat de verdienpotentie van Vopak structureel onder druk ligt als gevolg van de vigerende energietransitie.

Bedrijfsnieuws

BE Semiconductor Industries (BESI), toeleverancier van back-end machines aan de halfgeleiderindustrie, versterkte haar financiële positie door de plaatsing van een converteerbare obligatie van € 175 miljoen met een coupon van 0,5%, een looptijd van zeven jaar (tot en met 2024) en een conversieprijs van € 99,74 per aandeel (= premie van 37% boven de huidige beurskoers van € 72,80 per aandeel). De converteerbare obligaties zijn uitgegeven tegen 100% en genoteerd aan de beurs van Frankfurt. Volledige conversie in aandelen zou leiden tot een verwatering van circa 4,4% van de winst per aandeel. Op 30 november 2016 plaatste BESI reeds een converteerbare obligatie van € 125 miljoen, destijds met een coupon van 2,5%, een looptijd van eveneens zeven jaar en een conversieprijs van € 43,51 per aandeel. Volledige conversie in aandelen zou leiden tot een verwatering van circa 7,2% van de winst per aandeel. BESI gebruikt de opbrengst van deze leningen voor de ontwikkeling van de nieuwe generatie Advanced Packaging technologie, alsmede voor de verdere uitbreiding van de Aziatische productiefaciliteiten. Bovendien kunnen de hierna resterende middelen worden ingezet ten behoeve van acquisities en/of share buy backs (SBB).

BESI dekt zich zodoende in tegen het risico van een omslag in sentiment in de halfgeleiderindustrie en een rentestijging. Bij de publicatie van de cijfers over het derde kwartaal 2017 voorspelde het management voor Q4 2017 een omzet die met 0 tot 10% zal dalen ten opzichte van Q3 2017, een bruto marge in een bandbreedte van 55 - 57% (Q3 2017: 58,7%) en een toename van de operationele kosten van 5 tot 10% in vergelijking met het niveau van Q3 2017 van € 30,4 miljoen. Dit betekent dat BESI, uitgaande van de middelpuntschattingen, in Q4 2017 circa € 1,00 per aandeel zal verdienen, waarmee de taxatie voor de jaarwinst 2017 op circa € 4,25 per aandeel uitkomt. Tegen de huidige beurskoers van € 72,80 wordt daarmee 17,1x de verwachte winst 2017 voor de aandelen BESI betaald. Omdat de totale jaarwinst naar verwachting als contant dividend wordt uitgekeerd, bedraagt het dividendrendement alsdan een lucratieve 5,8%.

Gezien de comfortabele financiële positie gaat BESI onverdroten door met de inkoop van eigen aandelen. Per 22 december jl. was onder het lopende inkoopprogramma, dat ruim een jaar geleden startte, voor een tegenwaarde van € 26,5 miljoen ingekocht, te weten 602.780 aandelen tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 43,96.

Zoals bekend is de *visibility* in de winstgevendheid van de halfgeleidersector doorgaans beperkt tot hooguit de komende twee kwartalen. Gezien de kracht van de huidige (investerings)cyclus mag naar onze mening evenwel worden gerekend met wat positievere aannames voor het komende boekjaar. Met name in de eerste zes maanden van 2018 zal nog sprake zijn van zeer gunstige marktomstandigheden, maar voor H2 2018 zijn de vooruitzichten aan meer onzekerheid onderworpen.

Wij verwachten tentatief een circa 5 tot 10% lagere jaarwinst voor boekjaar 2018, waarmee de winst per aandeel rond € 3,90 zal uitkomen. Bij deze aanname noteert het aandeel BESI 18,7x de getaxeerde winst en bedraagt het dividendrendement een uiterst aantrekkelijke 5,4%. Per 18 december jl. zijn de aandelen BE Semiconductor Industries opgenomen in de STOXX Europe 600 Index, hetgeen een overtuigend bewijs is van de toegenomen schaalomvang en relevantie van de onderneming. De liquiditeit van de aandelen BESI wordt door deze opname verder geoptimaliseerd.

Technologiebedrijf **Nedap** heeft het inkoopprogramma eigen aandelen per 22 december jl. afgerond. Onder dit inkoopprogramma werden in de periode 22 november t/m 22 december 2017 in totaal 32.086 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 42,48 per aandeel, overeenkomend met een waarde van ruim € 1,36 miljoen.

De ingekochte aandelen worden aangewend ter afdekking van de verplichtingen van Nedap uit hoofde van (medewerker)participatieregelingen. Op 22 november jl. had Nedap via een *reverse accelerated bookbuild (rABB) offering* reeds 247.915 aandelen ingekocht à € 44,00 per aandeel, tegenwaarde: € 10,9 miljoen. In totaal heeft de onderneming derhalve 280.001 eigen aandelen ingekocht voor een totaalprijs van € 12,27 miljoen tegen een gemiddelde koers van € 43,83 per aandeel. Dit komt overeen met 4,18% van het aantal uitstaande aandelen.

De ingekochte aandelen worden gefinancierd uit de netto-opbrengst van de verkoop van dochteronderneming Nsecure aan Unica die Nedap in november meldde. De na de inkoop van eigen aandelen resterende netto-opbrengst, d.i. € 25 miljoen minus € 12,27 miljoen = € 12,73 miljoen, wordt mede aangewend om het dividend over 2017 eenmalig te verhogen. De omvang van deze dividendverhoging wordt bekend gemaakt bij de publicatie van de jaarcijfers op 15 februari 2018. Exclusief eenmalige posten realiseert Nedap over 2017 naar verwachting een winst per aandeel van naar schatting € 2,25 (2016: € 1,77).

Vanaf het komende boekjaar zal de Nedap-organisatie volop tractie kunnen gaan maken om de belofte van het realiseren van structureel hogere rendementen op het geïnvesteerde kapitaal in te lossen. Het 'Nieuwe Nedap' bestaat uit zeven marktgroepen die elk een leidende positie bekleden in een (inter)nationale nichemarkt en die elk uitzicht hebben om de komende jaren een substantiële, autonome opbrengstengroei door te maken. Daarbij zijn de marktgroepen Healthcare, Retail en Livestock Management de absolute blikvangers, op korte afstand gevolgd door Security Management, Identification Systems, Light Controls en Staffing Systems. Op basis van een samengestelde jaarlijkse gemiddelde groei van deze opbrengsten op autonome basis van naar onze schatting 8 - 12% in de periode 2018 - 2022 verschijnt een uiterst lucratief verdienmodel. Daarbij hanteert het Nedap-management de volgende financiële aannames:

- Een hoge en stijgende toegevoegde waarde per FTE (2016: € 158k);
- Een autonome omzetgroei die wordt ingezet op 5 à 10% per jaar en waarbij de groei van de wederkerende omzet sterker zal zijn dan gemiddeld. De omzet uit abonnementen laat al vijf jaar een stijgende tendens zien;

- Een operationele marge van tenminste 10% in boekjaar 2018. Deze marge zal in de jaren erna verder stijgen, omdat in toenemende mate Software-as-a-service-diensten worden geleverd;
- De afbouw van de productie-activiteiten verkleint het kapitaalbeslag. Het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) zal hierdoor sterker stijgen dan de groei van de winstgevendheid;
- Een conservatieve financieringsstructuur die uitgaat van een minimale solvabiliteitsratio van 45% en een maximale Netto Schuld/EBITDA-verhouding van 1,5;
- De pay-out ratio is afhankelijk van de omvang van de noodzakelijke investeringen om het groeimodel te laten functioneren en de ruimte die benodigd is om binnen de grenzen van de gekozen financieringsstructuur te blijven. Al het overige zal in contanten worden uitgekeerd aan aandeelhouders. Gezien de sterk verbeterde kapitaalefficiëntie en de toegenomen schaalomvang van Nedap is het aannemelijk dat in de toekomst een pay-out ratio richting 100% binnen bereik komt (2016: 75%).

Uitgaande van een geschat opbrengstenniveau van circa € 200 miljoen in 2018 waarop een operationele marge van 10% wordt gerealiseerd, komt een getaxeerde winst per aandeel van circa € 2,40 in beeld. Hierbij dient te worden bedacht dat de winstbijdrage van Nsecure van bruto circa € 2,5 miljoen, komt te vervallen. Tegen de huidige beurskoers van € 44,30 wordt thans 18,5x de verwachte winst voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement komt, bij een veronderstelde pay-out ratio van 80% op een aantrekkelijke 4,3%.

Electronic Manufacturing Services (EMS) specialist **Neways Electronics International** is op 1 december jl. gestart met de uitbreiding van de productiecapaciteit in de Tsjechische vestiging in Děčín. De productie-oppervlakte zal worden uitgebreid van 3.750 m² naar 8.250 m², een expansie van 120%. Naar verwachting zullen de uitbreidingswerkzaamheden eind dit jaar worden afgerond. De vestiging zal dan werk bieden aan circa 270 medewerkers, voorheen 150. De vestiging in Děčín produceert vooral voor de automotiveklanten van Neways en dan met name de hoge toegevoegde waarde toepassingen. Volgens CEO Huub van der Vrande is de uitbreiding bedoeld om zowel aan de groeiende vraag van bestaande klanten als aan die van toekomstige afnemers te kunnen voldoen.

De Tsjechische vestiging wordt aangestuurd vanuit de hoofdvestiging in Riesa (Oost-Duitsland) alwaar Neways met een vestiging van bijna 20.000 m² werk biedt aan 750 specialisten. Het voormalige, in 2014 door Neways overgenomen BuS ('Bayern und Sachsen') gaat sinds vorig jaar door het leven als Neways Electronics Riesa en behoort tot de Top-5 EMS-producenten van Duitsland. In 2016 steeg de omzet naar bijna € 140 miljoen (2015: € 125 miljoen) en voor 2017 zal naar verwachting eveneens een *double digit* omzetgroei zijn gerealiseerd.

Neways als geheel boekte in 2016 een omzet van € 393 miljoen. Wij handhaven onze taxaties van een winst per aandeel van € 1,00 voor het afgelopen boekjaar (2016: € 0,80) en tenminste € 1,15 voor 2018.

Tegen de huidige beurskoers van € 13,60 wordt 11,8x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Neways Electronics International betaald en komt het dividendrendement alsdan op 3,4%.

Wij waren aanwezig op de eerste Capital Markets Day (CMD) van technisch dienstverlener **Aalberts Industries**. Deze stond in het teken van het nieuwe strategische plan 'Focused Acceleration 2018 – 2022'. De nieuwe strategie is een logisch vervolg op het vorige strategische plan 'Linked Strategy 2015 – 2018'.

CEO Wim Pelsma startte de presentatie met de vaststelling dat Aalberts Industries in de achterliggende vier jaar is getransformeerd van een traditionele technische toeleverancier in een '*focussed technology leader*'. Niettemin zijn er nog volop verbetermogelijkheden voor Aalberts Industries. Zo betoogde Pelsma dat er binnen de vier doelstellingen van de Linked Strategy 2015 – 2018 nog voldoende verbeterpotentieel is.

Hij kwantificeerde dit als volgt:

- Focus: Het verkrijgen van *Leading Niche Positions*: voor 95% afgerond. Dit cluster omvat: Businesses & end markets, niche technologieën, customer added value en het desinvesteren van niet-kernactiviteiten (nog ongeveer € 50 miljoen resterend)
- Verbeter bestaande marktposities: voor 60% gerealiseerd. Aalberts richt zich op de segmenten Installation Technology, Material Technology, Climate Technology en Industrial Technology

- Voortdurende verbetering van de winstgevendheid – voor 50% gerealiseerd – vormgegeven in Operational Excellence: prijsleiderschap, technology competence centers, make or buy beslissingen, productie efficiency en supply chain verbeteringen, alsmede een stroomlijning van de productielocaties.
- Verbeterd gebruik van de kracht van Aalberts Industries – voor 40% gerealiseerd – vormgegeven in het delen van ‘Best Practices’: productietechnologie, verkoop- en distributiekkanalen, innovaties & investeringen, werkmethoden & knowhow, key accountmanagement en HR Talentontwikkeling. Pelsma presenteerde een blauwdruk van het producten- en dienstenaanbod van Aalberts industries, waarvan de volgende tabel een nuttige illustratie geeft:

Niche Technology	Regio	%	Eindmarkt	%
Integrated piping systems	Benelux, UK, Nordic	24	Commercial Buildings	27
Plastic connection systems	Noord-Amerika	23	Residential Buildings	24
Heat & Surface treatment	Duitsland, Oostenrijk, Zwitserland	22	Automotive	13
Specialized manufacturing	Frankrijk, Zuid-Europa	13	General Industries	11
Hydronic Flow Control	Rusland, Oost-Europa	8	Industrial Installations	6
Thermal & Sanitary efficiency	Verre Oosten	3	Water & Gas supply, irrigatie	4
Fluid Control	Midden-Oosten, Afrika	3	Machinebouw	4
Dispense technologies	Overige	4	Semicon & Science	3
Advanced mechatronics			Power Generation, aerospace	3
			Beverage dispense	3
			District Energy, gas	2

Voor elk van de negen vermelde nichetechnologieën heeft Aalberts Industries aparte werkmaatschappijen gevormd met een eigen CEO, CFO en Chief Supply Chain Officer. Elke werkmaatschappij heeft in het ‘Focussed Acceleration 2018-2022’ plan een vijfjaars business plan met lange termijn innovatie roadmaps en bolt-on acquisities samengesteld. Vanuit deze hernieuwde focus meent het management een uitstekende uitgangspositie te hebben om optimaal te kunnen profiteren van de actuele megatrends: klimaatverandering, urbanisatie, grondstoffenschaarste, internet-of-things en co-development op wereldschaal. Wat dit laatste betreft slaagt Aalberts Industries er steeds beter in om aansluiting te vinden bij grote wereldspelers als ASML, Home Depot en Airbus Industries. Met dergelijke *key accounts* zal de groei van omzet en winst de komende jaren naar verwachting kunnen worden versneld. In concrete zin werden de volgende nieuwe financiële doelstellingen gegeven:

- Gemiddelde autonome omzetgroei: > 3%
- EBITA-marge: > 14%
- Return on capital employed (ROCE): > 18%
- Free cashflow conversion ratio: > 70%
- Leverage ratio: < 2,5
- Solvabiliteit: > 40%

Wij zien op basis van deze doelstellingen geen aanleiding om onze winsttaxaties voor 2017 en 2018 aan te passen. Derhalve menen wij dat voor het lopende boekjaar een winst per aandeel van € 2,15 (2016: € 1,92) haalbaar is, een stijging van 12%. Voor 2018 voorzien wij een licht lagere groei van ruim 9% naar € 2,35 per aandeel. Deze lagere groei is mede het gevolg van een fors hogere investeringsinspanning. De ambitieuze groeiplannen van Aalberts zorgen ervoor dat de capex in zowel 2017 als 2018 beduidend boven het afschrijvingsniveau zal liggen, een patroon dat in eerdere economische cycli ook zichtbaar was bij Aalberts. Tegen de huidige beurskoers van € 42,70 wordt 18,2x de getaxeerde winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald en bedraagt het verwachte dividendrendement bij een stabiele pay-out ratio van 30% ruim 1,6%.

Lucas Bols, cocktail- en white spiritsspecialist, heeft overeenstemming bereikt met London Group, gevestigd in de Verenigde Staten, over een strategische partnership aangaande het likeurmerk Nuvo. De strategische samenwerking behelst zowel de wereldwijde distributierechten als afspraken om het merk Nuvo verder te ontwikkelen. In eerste instantie zal de focus liggen op de Amerikaanse markt, later gevolgd door geselecteerde markten wereldwijd. De transactie past binnen het *asset light* business model van Lucas Bols aangezien het bestaande distributieplatform wordt versterkt met beperkte additionele investeringen. De overeenkomst voorziet ook in een put en call optiestructuur die Lucas Bols in staat stelt het merk op de middellange termijn volledig over te nemen.

Nuvo is een roze mousserende likeur, gecreëerd door Mr Raphael Yakobi in 2007. Het is een likeur gemaakt van wodka, mousserende wijn en fruit nectar. Het heeft het luxe en feestelijke karakter van champagne, met de verfijning van een aperitief. Nuvo wordt met name gekoeld gedronken met ijs, of soms gemixt met tequila, wodka of champagne. De likeur wordt vooral door vrouwen gedronken en wordt met name in de retail verkocht. Nuvo heeft het potentieel om substantiële groei te laten zien ten opzichte van het huidige volume van zo'n 10.000 cases (dozen).

Lucas Bols USA is voornemens het merk Nuvo per 1 april a.s. te integreren en opnieuw in de markt te lanceren. Gegeven de initieel hogere A&P investeringen achter het merk zal de bijdrage aan de winst per aandeel van Lucas Bols op de korte termijn neutraal tot licht positief zijn. Voor het gehele boekjaar 2017/18 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,35 (2016/17: € 1,21) en een dividend per aandeel van € 0,68 (2016/17: € 0,57).

Tegen de huidige beurskoers van € 18,50 wordt thans 13,7x de verwachte winst 2017/18 voor de aandelen Lucas Bols betaald en bedraagt het dividendrendement alsdan 3,7%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 2 januari 2018 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	14,6%
ASM International	13,0%
Flow Traders	10,5%
BE Semiconductor Industries	10,0%
Nedap	9,7%
TKH Group	8,6%
Kendrion	6,8%
Neways Electronics International	5,9%
Brunel International	4,2%
Sif Group	4,2%
Overige 5 participaties	12,0%
Liquiditeiten en overige	0,5%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De fundamentele groeidrivers voor aandelenbeleggingen – economische groei, technologische vernieuwing, lage rente, inflatie en grondstofprijzen, voldoende politieke en valutaire stabiliteit – zorgen aan het begin van beursjaar 2018 nog steeds voor een gunstig beleggingsklimaat.

Het middellange termijnperspectief van de ondernemingen in onze portefeuille blijft onverminderd positief. Wel houden wij in de loop van dit jaar rekening met enige margedruk uit hoofde van de in waarde gestegen euro ten opzichte van de US dollar en het Britse pond. Daartegenover staat dat de ondernemingen in de portefeuille door de verhoogde investeringen van de afgelopen periode een versterkte basis voor winstgroei in 2018 en 2019 hebben gelegd.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Daarnaast zullen de bedrijven die actief zijn in Amerika, dat zijn al onze participaties behalve Sif Group, in 2018 fors minder belasting gaan betalen wat de winstgroei nog verder zal ondersteunen.

Per eind december noteerde de portefeuille tegen een gewogen KW-verhouding 2018 van 15,5x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 3,8%. Dit laatste rendement is exclusief eenmalige uitkeringen. In 2018 zijn ASMI en Nedap voornemens eenmalige dividenduitkeringen te doen, voortkomend uit de verkoop van respectievelijk een 9%-belang in ASM PT en van beveiligingsbedrijf Nsecure. Dit zal bij benadering leiden tot een extra dividenduitkering van respectievelijk € 6,00 per aandeel ASMI en van € 1,50 per aandeel Nedap. Op portefeuille-niveau geeft dit een extra bruto rendement van circa 1,3%-punt. Kortom, zowel de liquiditeit als het winstpotentieel van de portefeuille mag anno januari 2018 als aantrekkelijk worden betiteld. Wij zien uit naar een voorspoedig beursjaar 2018.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 5 januari 2018