

MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2019

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt breidde in de maand februari het herstel van januari verder uit. De AEX-Index steeg 4,3% naar 541,04, de Amsterdam Midkap Index klom 5,4% naar 765,20 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 3,7% toe op 967,73.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in februari met 3,8% van € 47,28 naar € 49,07. Over de eerste twee maanden van 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van 10,0% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 maart 2019 bedroeg € 100,7 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 100,1 miljoen was belegd in 14 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind februari 0,6% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 maart 2019 zijn als volgt:

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Beurskoers | € 48,83 |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 49,07 |
| Fondsvermogen | € 100.705.923 |
| Aantal uitstaande aandelen | 2.052.226 |

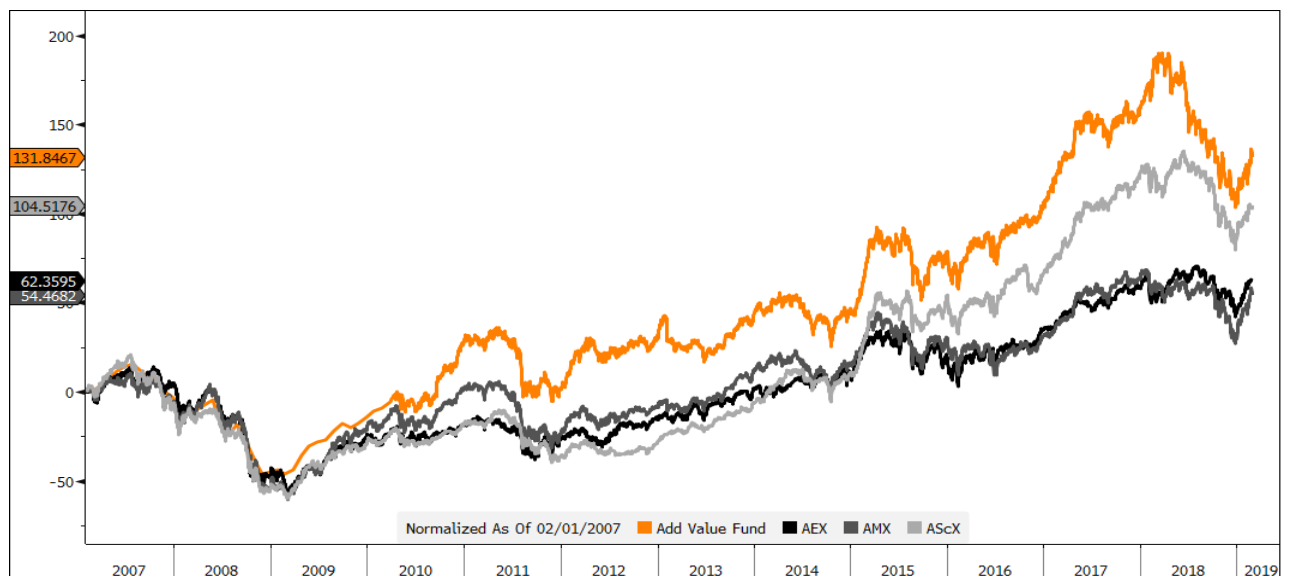
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019* | Cum. |
|------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|----------------|
| AVF | -3,20 | -43,10 | +55,56 | +51,20 | -20,34 | +27,80 | +8,89 | +1,99 | +21,98 | +14,91 | +26,65 | -18,27 | +9,97 | +131,85 |
| AEX | +5,33 | -50,26 | +41,90 | +9,23 | -8,88 | +13,99 | +20,73 | +8,67 | +7,36 | +13,56 | +16,52 | -7,36 | +11,28 | +62,36 |
| AMX | -5,07 | -50,45 | +68,35 | +28,71 | -24,55 | +18,96 | +22,81 | +3,40 | +12,14 | +0,81 | +24,71 | -18,97 | +16,43 | +54,47 |
| AScX | -6,12 | -50,78 | +51,95 | +16,42 | -21,03 | +11,27 | +30,27 | +18,28 | +38,67 | +7,47 | +34,45 | -16,28 | +9,56 | +104,52 |

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 28/2/2019

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/2/2019)

Peildatum: 28/2/2019

Koersperformance participaties

| (in %) | | -12M | -6M | -3M | -1M |
|--------|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 1. | Acomo | -10,2 | -0,3 | +15,4 | +2,9 |
| 2. | Hunter Douglas | -12,7 | -12,0 | +4,1 | +6,0 |
| 3. | Nedap | -13,3 | -4,1 | +5,2 | +6,7 |
| 4. | Lucas Bols | -15,3 | -8,8 | -3,7 | -1,0 |
| 5. | TKH Group | -16,7 | -14,6 | -3,8 | +2,2 |
| 6. | ASM International | -18,6 | +3,3 | +27,5 | +12,9 |
| 7. | Aalberts Industries | -21,3 | -12,0 | +4,9 | +6,2 |
| 8. | Neways Electronics Int. | -22,7 | -2,3 | +25,7 | +14,6 |
| 9. | Brunel International | -23,9 | -4,0 | +12,5 | +1,6 |
| 10. | Flow Traders | -24,3 | +1,4 | -7,3 | -5,6 |
| 11. | Koninklijke Brill | -35,0 | -20,0 | +4,5 | -1,0 |
| 12. | Sif Group | -40,3 | -42,7 | -25,3 | +9,1 |
| 13. | Kendrion | -42,0 | -33,0 | -6,2 | 0,0 |
| 14. | BE Semiconductor Ind. | -45,9 | +17,6 | +14,9 | -2,9 |

- 1) In februari realiseerden 9 van de 14 participaties (= 64%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden geen van de 14 participaties (= 0%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **Neways Electronics International** en **ASM International** bovengemiddeld in de portefeuille. Beide ondernemingen rapporteerden uitstekende resultaten over 2018 en uitten zich in positieve bewoordingen ten aanzien van het lopende boekjaar;
- 3) **Flow Traders** was de zwakst presterende participatie in februari ondanks recordresultaten over 2018 en het beste Q4 resultaat ooit. De koersdaling kwam met name doordat beleggers op nog meer hadden gehoopt en bovendien nam de koersvolatiliteit op financiële markten in de verslagmaand behoorlijk af.

Bedrijfsnieuws

ASM International – uitstekende jaarcijfers 2018 en sterke outlook 1H2019

| Bedragen in € miljoen | Q4 2018 | Q4 2017 | %-verandering | FY 2018 | FY 2017 | %-verandering |
|----------------------------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------------|
| Omzet | 254,7 | 181,5 | +40 | 818,1 | 730,9 | +11,9 |
| Bedrijfsresultaat | 46,2 | 26,0 | +78 | 124,3 | 108,9 | +14,1 |
| Brutomarge (%) | 41,7 | 39,6 | +210 bps | 40,9 | 41,3 | -40 bps |
| Genormaliseerde nettowinst | 46,1 | 36,6 | +26 | 157,1 | 163,2 | -3,7 |
| Nieuwe orders | 301,6 | 203,2 | +48 | 942,1 | 773,6 | +21,8 |

Chipmachinefabrikant ASM International, kortweg **ASMI**, rapporteerde veel beter dan verwachte cijfers over Q4 2018. Ook de orderingang overtrof de prognose van beleggers en analisten. Deze laatste lag zelfs 24% boven de consensusverwachting, hetgeen bevestigt dat ASMI zich weet te onttrekken aan de huidige zwakke conjunctuur in de internationale halfgeleidersector. Wanneer naar de segmentatie van de omzet wordt gekeken, was Logic de drijvende kracht achter de groei, gevolgd door Foundry en afnemende groei gedurende het jaar bij Memory waar ASMI een verhoudingsgewijs kleine marktpositie heeft. Orders ter grootte van € 50 miljoen werden naar voren gehaald, waardoor de omzet in Q4 2018 hoger uitkwam dan eerder voorzien. ASMI profiteert als marktleider in het ALD-segment van de transitie naar 5 nanometer chips in het foundry-segment, waarvoor de orders nu worden genoteerd.

De brutomarge bevindt zich vooralsnog aan de onderkant van de geïndiceerde bandbreedte van 40 – 45%, mede door aanloopkosten voor nieuwe chipmachines en hogere inefficiënties door push-ins en push-outs van orders.

Het management voorziet voor het lopende boekjaar een lichte verbetering in de brutomarge, vooral omdat de toenemende productie geleidelijk schaalvoordelen gaat opleveren. De R&D-kosten blijven in verhouding tot de gerealiseerde omzet rond 10-15% liggen. Het management verwacht in Q1 2019 een omzet van € 225 – 245 miljoen te realiseren en voor Q2 2019 van € 200 – 230 miljoen. Voor Q1 2019 wordt een orderintake van € 200 – 220 miljoen voorzien. Hiermee legt ASMI een stevig fundament voor een solide boekjaar 2019. Waar volgens onderzoeksbureaus als Gartner en VLSI voor de *Wafer Fab Equipment* (WFE)-markt in totaal voor 2019 een daling van 15-20% wordt verwacht, weet ASMI, op basis van de mid-point prognose voor H1 2019, een omzettoename van ruim 22% ten opzichte van H1 2018 te noteren.

Weliswaar zal in H2 2019 naar verwachting een afvlakking van de groei aannemelijk zijn, dat neemt niet weg dat 2019 met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid een absoluut recordjaar voor de onderneming zal worden.

Dit optimisme wordt gereflecteerd in het met € 0,25 per aandeel verhoogde dividendvoorstel van € 1,00 per aandeel. Anders dan gebruikelijk, hanteert ASMI geen pay-out ratio-model als dividendbeleid, maar een effectief totaal uitkeringsbeleid naar aandeelhouders, bestaande uit inkoop/intrekking van uitstaande aandelen in combinatie met een gestaag oplopend contant dividend. Dit beleid hangt samen met de hybride status van de onderneming. Naast de front-end activiteiten – het kernbedrijf van ASMI – houdt de onderneming nog ruim 25% van de aandelen in de op de beurs van Hongkong genoteerde back-end machineproducent ASM PT, dat tegen de huidige beurskoers van HK\$ 88,- per aandeel circa 45% van de beurswaarde van ASMI uitmaakt. Door geleidelijke afbouw van dit belang – laatstelijk een totaalpakket van 15% in 2017 - worden middelen vrijgemaakt die deels worden herinvesteert in het kernbedrijf en deels worden uitgekeerd aan aandeelhouders – in 2018 voor totaal ruim € 600 miljoen. Hierdoor kan op de komende Algemene Vergadering van Aandeelhouders op 20 mei a.s. worden voorgesteld om 5 miljoen eigen (Treasury) aandelen in te trekken. Bij alsdan 49,319 miljoen uitstaande aandelen taxeren wij voor 2019 een winst per aandeel van circa € 3,90, waarmee ASMI bij de huidige beurskoers van € 47,50 tegen 12,2x de verwachte winst wordt verhandeld. Het dividendrendement bedraagt 2,1%. Voor de jaren na 2019 kan, bij een gestaag stijgende brutomarge, een groei van circa 10% van de winst per aandeel worden aangehouden. De som-der-delen van ASMI (benaderde waarde kernbedrijf + waarde 25%-deelneming ASM PT + netto kaspositie) bedraagt ruim € 62,- per aandeel. Hieruit volgt dat het aandeel ASMI ter beurze thans een discount doet van ruim 20%.

Flow Traders – recordcijfers 2018 en beste Q4 ooit

| Bedragen in € miljoen | Q4 2018 | Q3 2018 | % verandering | FY 2018 | FY 2017 | % verandering |
|---------------------------|---------|---------|------------------|---------|---------|------------------|
| Net trading income | 74,1 | 42,4 | +75 | 383,4 | 166,0 | +131 |
| - EMEA (Europe) | 44,4 | 27,5 | +62 | 153,8 | 114,7 | +34 |
| - Americas | 13,8 | 8,1 | +71 | 189,3 | 34,1 | +456 |
| - APAC (Asia) | 15,8 | 6,8 | +131 | 40,4 | 17,2 | +134 |
| Vaste operationele kosten | 24,2 | 22,9 | +6 | 90,7 | 84,7 | +7 |
| EBITDA | 33,8 | 12,7 | +167 | 199,8 | 56,0 | +257 |
| EBITDA-marge | 46% | 30% | | 52% | 34% | |
| Nettowinst | 25,9 | 8,2 | +217 | 160,9 | 39,6 | +306 |
| Winst per aandeel (€) | 0,56 | 0,18 | +211 | 3,46 | 0,85 | +307 |

Voor ETP-liquidity provider Flow Traders was 2018 een absoluut recordjaar. Na een relatief zwak derde kwartaal, deels vanwege de zomerperiode, trok de activiteit in financiële markten in Q4 2018 weer aan, waarbij de geopolitieke onrust in de wereld een extra impuls gaf. Niettemin bleven de resultaten in Q4 2018 licht achter bij onze interne prognose vanwege een lager dan verwachte *revenue capture* in de Verenigde Staten als gevolg van ongunstige mixeffecten en een zeer competitieve markt. Anderzijds bleken de in vorige jaren gedane investeringen in boekjaar 2018 uitstekend te renderen, waardoor de stijging van het *Net Trading Income*, op jaarbasis ruim in de dubbele cijfers eindigde.

Ook het risicobeheersingsmodel werkte goed: er werd wederom op geen enkele handelsdag in 2018 verlies geleden. Voorts was 2018 evenzeer een jaar van geografische- en product-expansie. Met name in Azië werden de operaties uitgebreid, terwijl ook de eerste winstgevendende stappen in de liquiditeitsverschaffing in valuta en crypto-currencies werden gezet. Daarmee wordt de afhankelijkheid van de ETF-markt geleidelijk geringer en het verdienmodel dienovereenkomstig robuuster. Er wordt een slotdividend van € 1,00 per aandeel voorgesteld, waarmee het totale dividend 2018 op € 2,35 komt, overeenkomend met een pay-out ratio van 68%.

Op 18 april organiseert Flow Traders een eerste Investor Day, waar het management een nadere toelichting op de te volgen strategie zal geven. Wij hanteren vooralsnog een taxatie van de winst per aandeel 2019 van circa € 2,00, waarvan een bijbehorend dividend van € 1,36 kan worden uitgekeerd, uitgaande van een onveranderde pay-out ratio van 68%. Tegen de huidige beurskoers van € 25,50 wordt alsdan 12,8x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Flow Traders betaald en komt het dividendrendement op 5,3%. Naar onze mening rechtvaardigt deze bescheiden waardering van het aandeel een hoge positie in onze portefeuille. Een interessant groeiperspectief in combinatie met een bovengemiddeld hoog dividendrendement staat immers aan de basis van een te verwachten bovengemiddeld toekomstig rendement.

BE Semiconductor Industries – goede jaarcijfers en Q4 in uitdagende markt

| Bedragen in € miljoen | Q4 2018 | Q4 2017 | %verandering | FY 2018 | FY 2017 | %verandering |
|-----------------------|---------|---------|--------------|---------|---------|--------------|
| Omzet | 92,5 | 153,2 | -40 | 525,3 | 592,8 | -11 |
| Orderintake | 83,1 | 149,4 | -44 | 483,1 | 680,9 | -29 |
| EBITDA | 30,5 | 55,5 | -45 | 187,7 | 222,8 | -16 |
| Brutomarge | 56,4% | 56,3% | | | | |
| Nettowinst | 22,7 | 43,6 | -48 | 136,3 | 173,2 | -21 |
| Winst per aandeel (€) | 0,30 | 0,58 | -48 | 1,83 | 2,32 | -21 |
| Netto kaspositie | 199,4 | 247,6 | -20 | | | |

De cijfers over het vierde kwartaal 2018 van chipmachinefabrikant BE Semiconductor Industries (Besi) waren veel beter dan verwacht. Daarentegen was de orderingang met € 83 miljoen (Q3 2018: € 108 miljoen) lager dan verwacht, waarbij de aantekening dat het eerste kwartaal van het jaar traditioneel het zwakste is. Het management gaf weer een excellente proeve van bekwaamheid door aan te geven dat de brutomarge naar verwachting binnen de bandbreedte van 55 – 57% zal blijven, veruit het hoogste niveau in de sector. Het is een bewijs van de toegenomen flexibiliteit van het bedrijfsmodel en tevens dat Besi erin slaagt om pijlsnel de organisatie aan te passen aan de tijdelijk lagere marktvraag. Gegeven de lage *visibility* die karakteristiek is voor de halfgeleidersector onthoudt Besi zich van een prognose voor geheel 2019. Het slepende handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China, alsmede de afnemende economische groei in de wereld stemmen in elk geval tot terughoudendheid. Anderzijds is bestuursvoorzitter Richard Blickman uitgesproken positief ten aanzien van de perspectieven op middellange termijn. De vraag naar de hoog gekwalificeerde Besi-machines wordt gedreven door de onstuitbare opmars van *The Digital Society*. De toekomstige aanleg van 5G-netwerken, alsmede de groei van Artificial Intelligence, Automotive Electronics en steeds meer geheugencapaciteit om voort te bouwen aan de infrastructuur van de cloud, zijn allemaal factoren die een zonnige toekomst voor Besi lijken te waarborgen. Maar eerst dient de huidige neergaande fase in de halfgeleidercyclus te worden afgelegd.

De bijbehorende 'pijn' wordt verzacht door een traditioneel hoge pay-out ratio. Besi stelt voor om over boekjaar 2018 een contant dividend van € 1,67 per aandeel uit te keren, ofwel een pay-out ratio van 91%. Tegen de huidige beurskoers van € 21,90 impliceert dit voorstel een dividendrendement van 7,6%. De marktconsensus ten aanzien van de winst per aandeel 2019 wijst op een ruime bandbreedte van € 1,00 - € 1,78. Het is evident dat de winstgevendheid in H1 2019 zeer bescheiden zal zijn gegeven de lage orderintake en eenmalige lasten in Q1. Indien het algemeen verwachte marktherstel in H2 2019 zich daadwerkelijk manifesteert, achten wij Besi bij uitstek in staat het pad van sterk stijgende omzetten en winsten weer te betreden. Vooralsnog handhaven wij een stevige *overweight* in deze uitstekend geleide onderneming.

Nedap – recordcijfers en goede vooruitzichten 2019

| Bedragen in € miljoen | FY 2018 | FY 2017 | %-verandering |
|--|---------|---------|---------------|
| Omzet | 191,4 | 182,2 | +5 |
| Wederkerende omzet | 37,2 | 30,9 | +20 |
| Bedrijfsresultaat excl. eenmalige posten | 19,4 | 15,9 | +22 |
| Operationele marge | 10,2% | 8,7% | +150 bps |
| Nettowinst excl. eenmalige posten | 17,1 | 13,5 | +27 |
| Winst per aandeel (€) | 2,66 | 2,02 | +32 |
| Dividend per aandeel (€) | 2,50 | 2,50 | 0 |

Technologiebedrijf **Nedap** rapporteerde jaarcijfers 2018 die licht boven de marktconsensus lagen. Het afgelopen jaar werd belangrijke progressie geboekt in de uitvoering van de strategie. De herinrichting van de *supply chain* werd afgerond en de outsourcing van de productie ging in de loop van 2018 steeds beter draaien. De hiermee samenhangende structurele kostenbesparing van € 4 miljoen werd conform planning gerealiseerd.

De omzetsijging van 5% bleef achter bij onze aanvankelijke prognose vanwege een significante omzetzijging in de marktgroep Retail. De omzet in conventionele antiwinkeldiefstalsystemen liep sterk terug, omdat de markt zich in transitie bevindt naar een nieuwe generatie RFID-gedreven oplossingen. Nedap Retail was in dit kader succesvol in het werven van nieuwe klanten voor haar !D Cloud-propositie. !D Cloud bestaat grotendeels uit softwarediensten, waarmee de marktgroep een belangrijke impuls geeft aan de wederkerende omzet, in lijn met de strategische doelstellingen.

De omzet uit de !D Cloud-propositie compenseert echter nog onvoldoende de teruggang in de omzet van conventionele systemen, hetgeen de daling van de marktgroep-omzet verklaart. Overigens boekten de marktgroepen Healthcare en Livestock Management een robuuste omzetgroei in 2018. De marktgroepen Identification Systems en Security Management lieten een bescheiden groei zien, terwijl de omzet van de marktgroepen Light Controls en Staffing Solutions beperkt daalde. De operationele marge steeg naar 10,2% in lijn met de interne doelstelling van tenminste 10%. Het management verwacht voor boekjaar 2019 een verdere omzetsijging met een toenemende operationele marge, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. CFO Eric Urff heeft te kennen gegeven de onderneming uiterlijk einde dit jaar te gaan verlaten. In zijn opvolging zal in de komende maanden worden voorzien.

Wij taxeren voor het lopende jaar een winst per aandeel van € 2,90 (2018: € 2,66), waarmee de aandelen Nedap tegen de huidige beurskoers van € 45,- worden verhandeld tegen 15,5x de verwachte winst. Uitgaande van een pay-out ratio van 85% komt het getaxeerde dividendrendement op 5,8%.

Neways Electronics International - excellente jaarcijfers en goede vooruitzichten 2019

| Bedragen in € miljoen | H2 2018 | H2 2017 | %-verandering | FY 2018 | FY 2017 | %-verandering |
|-----------------------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------------|
| Netto omzet | 259,8 | 225,1 | +15 | 506,8 | 438,7 | +15,5 |
| Orderportefeuille | 304,0 | 263,6 | +15 | 304,0 | 263,6 | +15,3 |
| Brutomarge | 98,6 | 86,5 | +14 | 195,2 | 171,3 | +14,0 |
| Genormaliseerde EBIT | 11,0 | 8,1 | +36 | 22,0 | 15,3 | +43,8 |
| EBIT | 10,5 | 7,6 | +38 | 21,0 | 14,3 | +46,9 |
| Nettowinst | 7,2 | 5,0 | +44 | 14,4 | 9,9 | +45,5 |
| Netto kasstroom | -3,3 | 5,1 | | -4,5 | -3,4 | |

Neways Electronics International, prominent aanbieder van Electronic Manufacturing Services (EMS), rapporteerde excellente cijfers over 2018. Wij waren aanwezig bij een presentatie van het management naar aanleiding van deze rapportage. Daarin werd duidelijk dat de interne organisatie steeds beter is afgestemd op de wensen/eisen van de verschillende eindklanten. H2 2018 bracht eenzelfde EBIT en nettowinst als H1 2018, te weten € 11,0 miljoen respectievelijk € 7,2 miljoen. Na een omzetgroei van 12% in 2017 was er vorig jaar een autonome omzettoename van

15,5%. Met een jaaronzet van ruim € 500 miljoen is Neways inmiddels uitgegroeid tot de nummer 7 in de wereld en nummer 3-4 in Europa als technologieleverancier in de EMS-markt.

Positief is de prognose voor 2019: een hogere omzet en bedrijfsresultaat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Hieruit blijkt dat Neways inmiddels een zodanige schaalomvang heeft dat met klanten middellange termijn samenwerkingsverbanden kunnen worden gesloten. Tegelijkertijd is men in staat 'Neen te verkopen' als een opdracht te klein is of op het allerlaatste moment binnenkomt. De omzet per eindklant stijgt hierdoor, hetgeen weer leidt tot een grotere *client intimacy*. Dit impliceert mede dat Neways in een vroeger stadium in een ontwikkeltraject wordt ingeschakeld. Neways is dan eerder op de hoogte van de planning van de eindklant. Hierdoor is Neways weer beter in staat zelf de planning conjunctuur-vaster te maken. In dit licht moet ook de versnelde capaciteitsuitbouw in 2018 (Duitsland, China en Tsjechië) worden gezien. In 2019 wordt de capaciteit in Slowakije uitgebreid.

Dit jaar wordt een capex van € 10 – 12 miljoen verwacht bij een afschrijvingsniveau van € 8,5 miljoen. Vorig jaar werd € 12,1 miljoen geïnvesteerd tegen € 6,6 miljoen in 2017. Neways heeft niet of nauwelijks last gehad van de teruggang in automotive vanwege de focus op e-cars. In het segment Medical zijn recent meerdere grote klanten geworven. Tot voor kort stond de grootste klant in dit segment, Philips Medical, niet toe dat Neways ook voor andere toonaangevende Medical-eindklanten mocht opereren. Dit ligt tegenwoordig wat genuanceerder. Naar verwachting kunnen de nieuwe klanten binnen enkele jaren doorgroeien naar een gezamenlijke omzetbijdrage van € 10 miljoen.

Overigens wordt circa 70% van de groepsomzet gerealiseerd bij klanten waarvoor Neways al tenminste tien jaar actief is. Het werkkapitaal groeit weliswaar, maar dit wordt door het management niet als verontrustend ervaren omdat e.e.a. in toenemende mate in overleg met eindklanten plaatsvindt en de toename deels een gevolg is van de sterke autonome groei en de aanhoudende componentenschaarste.

Op het gebied van acquisities oogt Neways vooralsnog passief. Er bestaat een voorkeur voor een overname in Zuid-Duitsland, waarbij de segmenten automotive en medical centraal staan. In de Verenigde Staten wordt vermoedelijk een engineering-omzet van enkele miljoenen gehaald voor ASML (in samenwerking met VDL Group). Er bestaat in deze markt echter niet de intentie om snel sterk te groeien. Neways is daarentegen wel geïnteresseerd in een overname van een kleine winstgevendende productielocatie. Vooruitkijkend naar boekjaar 2019 meldde bestuursvoorzitter Huub van der Vrande 'heel veel vertrouwen' te hebben in een voortzetting van de opgaande tendens bij de onderneming die in 2019 het 50-jarig jubileum viert. Wij taxeren voor het lopende jaar een winst per aandeel van € 1,40 (2018: € 1,20). Tegen de huidige beurskoers van € 13,- wordt daarmee slechts 9,3x de verwachte winst 2019 voor de aandelen Neways betaald. Het bijbehorende dividendrendement komt op 4,3%, uitgaande van een onveranderde pay-out ratio van 40%.

Kendrion – teleurstellende jaarcijfers 2018 en onzekere 1H2019

| Bedragen in € miljoen | Q4 2018 | Q4 2017 | %change | FY 2018 | FY 2017 | %change |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Omzet | 101,9 | 109,5 | -7 | 448,6 | 461,8 | -3 |
| EBITA | 4,2 | 6,1 | -31 | 35,4 | 37,5 | -6 |
| Nettowinst | 2,2 | 3,7 | -41 | 22,6 | 23,3 | -3 |
| Return on Sales (ROS) | 4,2% | 5,6% | | 7,9% | 8,1% | |

Kendrion, wereldmarktleider in elektromagneten, zag omzet en winstgevendheid teruglopen in Q4 2018. Lagere autoverkoop in zowel Europa als China stonden aan de basis van deze daling. Bovendien zorgden de test- en validatieprocedures om te voldoen aan de nieuwe *Worldwide Harmonised Light Vehicles Test Procedures (WLTP)*, alsmede aanhoudende druk bij de verkoop van dieselauto's tot een vertraging in de opdrachten voor Kendrion.

Omdat 'Automotive' goed is voor 63% van de groepsomzet, is de impact van deze combinatie van tegenvallers significant voor de groepsresultaten. De Automotive-omzet viel op jaarbasis ruim 5% terug naar € 283,9 miljoen, terwijl de EBITA € 10,6 miljoen daalde naar € 6,3 miljoen, ofwel een teruggang van 63%. Daarvoor bood een goede performance van de 'Industrial Activities' – 1,4% hogere omzet van € 164,7 miljoen en 2%-punt hogere operationele marge van 12,5% - onvoldoende compensatie.

CEO Joep van Beurden benadrukte in een toelichting bij de cijfers dat Kendrion vasthoudt aan de vorig jaar geformuleerde langetermijnstrategie. Kendrion zal zich blijven richten op de groeisegmenten van de automotive-

industrie, te weten: elektrificatie, autonoom autorijden, veiligheid & comfort, permanente magnetische remmen voor robots, alsmede de groei-agenda voor China, waar Kendrion de komende jaren een substantieel deel van de groepsomzet wil gaan realiseren. Daarnaast plukt Kendrion in toenemende mate de vruchten van de in vorige jaren getroffen reorganisaties: de onderneming is financieel gezond en is goed gepositioneerd om een nieuwe groeifase in te kunnen gaan. Een teken van dit vertrouwen is het ten opzichte van 2017 onveranderd voorgestelde dividend van € 0,87 per aandeel. Van Beurden/Kendrion handhaven de lange termijn doelstellingen van een EBITDA-marge van tenminste 15% en een Return on Invested Capital van tenminste 20% per 2023. Voor komend boekjaar wordt echter rekening gehouden met aanhoudende druk in de Automotive-activiteiten. Tegen deze achtergrond is een verdere daling van de winstgevendheid in FY 2019 aannemelijk. Wij taxeren tentatief € 1,40 winst per aandeel (2018: € 1,69). Tegen de huidige beurskoers van € 22,- wordt daarmee 15,7x de verwachte winst 2019 voor de aandelen Kendrion betaald. Indien het dividend gehandhaafd blijft op € 0,87 per aandeel, bedraagt het dividendrendement 4,0%.

Sif Holding – nieuw financieringsarrangement tegen betere voorwaarden

Sif Holding, prominent producent van draagconstructies voor de offshore-industrie, maakte bekend een nieuw financieringsarrangement te hebben afgesloten met een consortium bestaande uit RABO bank, ING, ABN AMRO, Euler-Hermes en Tokio Marine. De nieuw overeengekomen faciliteit bedraagt € 350 miljoen en komt in de plaats van de bestaande faciliteit ter grootte van € 250 miljoen die medio dit jaar zou aflopen. De nieuwe overeenkomst heeft een looptijd van drie jaar en een optie tot verlenging van tweemaal één jaar. De faciliteit bestaat uit een Revolving Credit Facility (RCF) van € 100 miljoen en een Committed Guarantee Facility van € 250 miljoen.

De financieringsvoorwaarden zijn gunstiger dan onder de oude faciliteit: de toegestane leverage (Netto schuld / EBITDA verhouding) is maximaal 2,5 (voorheen: 1,5). CFO Leon Verwey betoonde zich tevreden met het bereikte resultaat: 'Deze aangepaste en bredere faciliteit stelt ons in staat de uitgestippelde strategie ten uitvoer te brengen. Met de nieuwe overeenkomst heeft Sif een financieringsstructuur die past bij het karakter van onze onderneming.' Wij taxeren voor het lopende boekjaar een partieel herstel van de resultaten van Sif, nadat boekjaar 2018 werd gedomineerd door een uitstel van opdrachten en eenmalige onderhoudskosten. Tegen de huidige beurskoers van € 9,90 wordt minder dan 10x de verwachte winst voor de aandelen Sif Holding betaald.

Brunel International – Herstel jaarresultaten en positieve vooruitzichten 2019

| Bedragen in € miljoen | Q4 2018 | Q4 2017 | %change | FY 2018 | FY 2017 | %change |
|--------------------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| Omzet | 244,9 | 210,2 | +16 | 914,6 | 790,1 | +16 |
| Brutowinst | 55,4 | 49,4 | +12 | 208,9 | 182,7 | +14 |
| <i>Brutomarge</i> | 22,6% | 23,5% | -90 bps | 22,8% | 23,1% | -30 bps |
| EBIT | 10,7 | 6,4 | +69 | 34,1 | 17,9 | +90 |
| <i>EBIT-marge</i> | 4,4% | 3,0% | +140 bps | 3,7% | 2,3% | +140bps |
| # Gemiddeld direct | 12.618 | 10.505 | +20 | 11.955 | 9.589 | +25 |
| # Gemiddeld indirect | 1.570 | 1.533 | +2 | 1.544 | 1.497 | +3 |
| Ratio direct : indirect | 8,0 | 6,9 | | 7,7 | 6,4 | |
| Winst per aandeel (€) | | | | 0,41 | 0,15 | +173 |
| Dividend per aandeel (€) | | | | 0,25 | 0,15 | +67 |

Detacheerder Brunel International heeft boekjaar 2018 in stijl afgesloten met een fraaie omzet- en resultatenstijging. De DACH-regio (Duitsland, Oostenrijk en Zwitserland) tekende voor de hoogste winstgevendheid met een EBIT-contributie van € 25,1 miljoen, een stijging van 15% in vergelijking met 2017 (€ 21,9 miljoen). De tweede thuismarkt, Nederland, groeide weliswaar ook in omzet (met 13% van € 195,3 miljoen naar € 220,1 miljoen), maar de EBIT-stijging was met 3% van € 11,3 miljoen naar € 11,6 miljoen teleurstellend. De marges lagen in Nederland in Q4 2018 onder druk door een grote wervingscampagne voor getalenteerde professionals, alsmede als gevolg van hogere kosten voor training in alle business segmenten. Daarenboven daalden de activiteiten in het belangrijke segment Insurance & Banking als gevolg

van aanpassingen in de markt. Overigens is Brunel International ook wereldwijd actief als detacheerder in de olie- en gasindustrie en aanverwante sectoren. Over het algemeen werd in de verschillende regio's een behoorlijke progressie geboekt:

- In **Middle East & India** werd een fraaie *turn around* van de resultaten bewerkstelligd. Het aantal gedetacheerde professionals nam gedurende het jaar toe van 1.772 tot bijna 4.000 en resulteerde in een omzetgroei van 37% (van € 63,7 miljoen naar € 87,3 miljoen). In Q4 2018 werd op een omzet van € 25,1 miljoen een EBIT van € 2,5 miljoen gerealiseerd (EBIT-marge: 10%), waardoor FY 2018 werd afgesloten met een EBIT van € 8,0 miljoen (2017: 2,3 miljoen). India, Koeweit en Qatar waren de regio's met de hoogste omzet- en winstbijdrage, waarbij de meeste activiteiten project-gerelateerd zijn. Naar verwachting zal 2019 een voortzetting van de groei brengen, mede op basis van recent gewonnen nieuwe projecten;
- In **Australasia** zorgde het vertrek van een belangrijke cliënt in Q4 2018 voor een druk op omzet en marge. Omdat er tevens additionele kosten werden gemaakt om de organisatie te versterken vooruitlopend op een verwacht herstel in de olie- en gasmarkt in de loop van dit jaar, werd over FY 2018 een negatieve EBIT van € 0,8 miljoen (2017: € 0,0 miljoen) verantwoord;
- Tenslotte werd in het segment **Rest of World** in Q4 2018 het *break-even* niveau voor het eerst gepasseerd. Op een omzet van € 67,0 miljoen werd een EBIT van € 0,6 miljoen geboekt. Over FY 2018 was er een forse verbetering van -€ 7,8 miljoen naar -€ 1,5 miljoen op een met 18% gestegen omzet (€ 224,6 miljoen vs € 190,3 miljoen). Met name in Rusland werden goede zaken gedaan, terwijl in de Permian Basin (Texas, USA) in oktober 2018 een groot schaliegasproject startte, waarmee de omzet/resultaten een behoorlijke impuls kregen.

Het netto resultaat steeg in 2018 van € 7,7 miljoen naar € 20,6 miljoen, waarbij de belastingdruk daalde van 46,2% naar 33,7% nu in de meeste regio's weer winstgevend wordt geopereerd. De netto kaspositie per ultimo 2018 bedroeg € 106 miljoen, een daling van € 20 miljoen ten opzichte van eind 2017. Deze teruggang was het gevolg van een gestegen werkkapitaal door de hogere bedrijfsactiviteiten.

CEO Jilko Andringa betoonde zich uitgesproken positief ten aanzien van de verwachtingen voor het lopende boekjaar. Door de toegenomen schaalomvang van Brunel International – meer directe en indirecte medewerkers, nieuwe ontwikkelde activiteiten en markten, alsmede door nieuw ontwikkelde technologieën – zal de operationele slagkracht dit jaar groter zijn dan in 2018. Op basis hiervan wordt voor 2019 een voortzetting van de omzetgroei en een positieve hefboom op de winstgevendheid voorzien. Wij hanteren vooralsnog een taxatie van de winst per aandeel 2019 van € 0,65 (2018: € 0,41), waaruit een dividend van € 0,40 per aandeel (2018: € 0,25) betaalbaar kan worden gesteld.

Dit impliceert een stabiele pay-out ratio van 61%. Tegen de huidige beurskoers van € 12,30 wordt 19x de getaxeerde winst voor de aandelen Brunel International betaald bij een dividendrendement van 3,3%.

Aalberts Industries – wederom recordresultaten en duurzame groei verwacht

| Bedragen in € miljoen | H2 2018 | H2 2017 | %change | FY 2018 | FY 2017 | %change |
|-----------------------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|----------------|
| Omzet | 1.372 | 1.326 | +3 | 2.759 | 2.694 | +2 |
| EBITA | 187 | 166 | +13 | 366 | 336 | +9 |
| <i>EBITA-marge</i> | <i>13,6%</i> | <i>12,5%</i> | <i>+110 bps</i> | <i>13,3%</i> | <i>12,5%</i> | <i>+80 bps</i> |
| Nettowinst voor amortisatie | 145 | 121 | +20 | 275 | 238 | +15 |
| Return on Capital Employed | | | | 16,6% | 16,2% | +40 bps |
| Winst per aandeel (€) | 1,31 | 1,09 | +20 | 2,49 | 2,15 | +16 |

Aalberts Industries (Mission Critical Technologies) rapporteerde sterke cijfers over boekjaar 2018 met een lichte versnelling in omzet- en winstgroei in H2 2018. CEO Wim Pelsma gaf als commentaar op de cijfers dat Aalberts Industries onverkort doorgaat met het ten uitvoer brengen van haar strategie *Focused Acceleration*, zoals die werd gepresenteerd in december 2017. Er wordt als vanouds groot ingezet op autonome groei en innovatie-initiatieven, hetgeen wordt weerspiegeld in investeringen ten bedrage van € 134 miljoen, een toename van 13% ten opzichte van

FY 2017 (€ 119 miljoen). Aalberts deed vier kleinere overnames in 2018 die € 82 miljoen omzet toevoegden en desinvesteerde circa € 97 miljoen omzetwaarde teneinde de samenstelling van de activiteitenportfolio te optimaliseren. Aalberts is al met al goed op weg om de financiële doelstellingen van *Focused Acceleration* te gaan realiseren. Voor de periode 2018 – 2022 zijn deze als volgt benoemd:

- Gemiddelde jaarlijkse autonome omzetgroei: > 3% (2018: +5,0% autonoom)
- EBITA-marge: > 14% (2018: 13,3%)
- Return on Capital Employed: > 18% (2018: 16,6%)
- Free Cashflow Conversion Ratio: > 70% (2018: 67,6%)
- Leverage ratio: < 2,5 (ultimo 2018: 1,3)
- Solvabiliteit: > 40% (ultimo 2018: 53,2%)

Wanneer wordt gekeken naar de segment-rapportage, dan valt met name de sterke performance van Industrial Technology op. Met een omzet van € 409 miljoen is dit weliswaar het kleinste segment met 15% van de groepsomzet, maar wel het snelst groeiend (+13% in 2018) en met de hoogste EBITA-marge van 15,7% (2017: 15,0%).

CEO Pelsma kijkt optimistisch vooruit naar het lopende boekjaar. Er bestaat intern groot vertrouwen om de vele groei- en innovatie-gedreven initiatieven en investeringsplannen ten uitvoer te brengen teneinde de doelstellingen van *Focused Acceleration* te realiseren.

Traditioneel doet het management geen concrete uitspraak ten aanzien van de verwachtingen voor het nieuwe jaar. Wij handhaven tentatief onze winsttaxatie per aandeel op € 2,65 per aandeel, hetgeen een stijging van 7% ten opzichte van het resultaat over 2018 impliceert. Vanzelfsprekend is deze prognose exclusief het effect van eventuele acquisities. Tegen de huidige beurskoers van € 33,- wordt alsdan 12,5x de verwachte winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald bij een dividendrendement van 2,4%.

Amsterdam Commodities – goede jaarresultaten onder moeilijke marktomstandigheden

| Bedragen in € miljoen | H2 2018 | H2 2017 | %change | FY 2018 | FY 2017 | %change |
|--------------------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|----------------|
| Omzet | 364,3 | 355,5 | +2,5 | 700,2 | 709,7 | -1,3 |
| EBITDA | 25,3 | 23,7 | +6,8 | 50,4 | 52,1 | -3,3 |
| <i>EBITDA-marge</i> | <i>6,9%</i> | <i>6,7%</i> | <i>+20 bps</i> | <i>7,2%</i> | <i>7,3%</i> | <i>-10 bps</i> |
| Nettowinst | 15,6 | 15,1 | +3,3 | 31,1 | 32,5 | -4,2 |
| Winst per aandeel (€) | 0,633 | 0,613 | +3,3 | 1,263 | 1,327 | -4,8 |
| Dividend per aandeel (€) | 0,60 | 0,70 | -14,3 | 1,00 | 1,10 | -9,1 |
| Solvabiliteit | | | | 54,2% | 53,5% | |

Amsterdam Commodities (Acom), handelshuis in soft commodities, presteerde in boekjaar 2018 solide, zeker in het licht van de dalende prijzen voor voedingsgrondstoffen in de meeste productcategorieën. In meerdere belangrijke productgroepen daalden de prijzen met 20% tot 40%. Bovenop de lage prijsniveaus kwamen nog de ontwikkelingen in de geopolitieke omgeving die zorgden voor onzekerheid in de markt en bijdroegen aan een focus op de steeds kortere termijn onder afnemers. Voor een aantal specerijen bereikten de marktprijzen het laagste niveau in de afgelopen negen jaar. Ook bij geraspte kokos werd een scherpe prijsdaling genoteerd. De prijzen van een aantal van de voornaamste categorieën in noten daalden gedurende 2018, maar stabiliseerden zich enigszins tegen het eind van het jaar.

De prijzen voor eetbare zaden daarentegen stegen in H2 2018, met name voor maanzaad. De prijzen van thee vertoonden uiteenlopende trends in de verschillende oorsprongslanden. In Kenia waren de prijzen ongebruikelijk laag als gevolg van recordoogsten, terwijl Sri Lanka tegelijkertijd hoge prijzen noteerde als gevolg van onzekerheden in de markt. Snick EuroIngredients, dat in 2018 haar 25-jarig bestaan vierde, kon een sterk resultaat melden dat bijna het in 2017 behaalde record evenaarde. Tenslotte vertaalde de Euro/US dollar wisselkoers zich per saldo negatief in de nettowinst (- € 0,5 miljoen), maar positief in de gerapporteerde totale waarde van de activa (+ € 6,1 miljoen). Er waren geen eenmalige posten in 2018, waar in 2017 de nettowinst nog positief werd beïnvloed door eenmalige posten ter

waarde van € 0,7 miljoen. Het werkkapitaal nam toe met € 9,6 miljoen, voornamelijk als gevolg van hogere handelsvorderingen en deels teniet gedaan door lagere voorraden. De solvabiliteit verbeterde van 53,5% naar 54,2% per ultimo 2018.

Hoewel 2019 nog maar net van start is gegaan, zijn de activiteiten in het begin van het jaar over het algemeen in lijn met H2 2018. Gezien de aard van de activiteiten van de Groep is het niet mogelijk om marktontwikkelingen of resultaten van de Groep te voorspellen. Omdat, zoals blijkt uit bovenstaande cijferopstelling, het momentum van de handelsactiviteiten verbeterde in H2 2018, kijken wij met ingetogen optimisme uit naar 2019. Dit brengt ons tot een getaxeerde winst per aandeel van € 1,30, een toename van 3% in vergelijking met 2018.

Tegen de huidige beurskoers van € 19,60 wordt ruim 15x de verwachte winst voor de aandelen Acomo betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 5,4%. Een aansprekende acquisitie in de komende jaren zou onzes inziens moeten kunnen leiden tot een perspectief van een periode van hernieuwde winstgroei. Zolang deze uitblijft, handhaven wij Acomo in de onderste regionen van de portefeuille, gezien de hoge defensieve waarde van het aandeel en het bijpassende relatief hoge dividendrendement.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 maart 2019 betreffen:

| Onderneming | Percentage ¹ |
|----------------------------------|-------------------------|
| ASM International | 15,0% |
| Hunter Douglas | 14,1% |
| Flow Traders | 12,7% |
| BE Semiconductor Industries | 12,2% |
| Nedap | 9,4% |
| Neways Electronics International | 8,1% |
| TKH Group | 7,3% |
| Kendrion | 4,2% |
| Sif Group | 3,9% |
| Brunel International | 3,6% |
| Overige 4 participaties | 8,9% |
| Liquiditeiten en overige | 0,6% |
| Totaal | 100,0% |

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De start van beursjaar 2019 is weliswaar positief verlopen, maar de onderliggende onzekerheden zijn daarmee nog niet van het toneel verdwenen. Hiervoor zijn de relatief lage beursomzetten een afdoend bewijs. De mildere opstelling van de FED heeft wereldwijd tot een dalende tendens in de rentetarieven geleid, waardoor aandelenbeleggingen weer enigszins aan populariteit hebben gewonnen. Niettemin blijft het sentiment op financiële markten wankel.

De nog voortdurende onzekerheid rond de afloop van de handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China/West-Europa, de brexit en forse groeivertraging in Europa dwingt beleggers onveranderd in een defensieve positie en afwachtende houding.

Over het algemeen zijn de tot heden gerapporteerde jaarcijfers 2018 en vooruitzichten van de participaties in portefeuille conform of licht beter dan door ons voorzien. Dit sterkt ons in de overtuiging dat, zodra de geopolitieke verhoudingen zich enigszins normaliseren, een verder koersherstel aannemelijk is.

Begin maart noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 11,7x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,7%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 8 maart 2019