

## MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2020

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkten lieten in februari een forse koersdaling zien. De AEX-Index daalde 8,3% naar 539,38, de Amsterdam Midkap Index daalde 7,4% naar 843,12 en de Amsterdam SmallCap Index sloot met een min van 7% op 960,02.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in februari met 7,0% van € 58,48 naar € 54,40. Over de eerste twee maanden van 2020 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -5,4% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 2 maart 2020 bedroeg € 94,5 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 96,0 miljoen was belegd in 14 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind februari -1,5% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 maart 2020 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 54,12
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 54,40
Fondsvermogen	€ 94.541.863
Aantal uitstaande aandelen	1.737.908

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	2020*	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	+32,21	-5,37	+168,50
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	+28,51	-10,54	+67,36
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	+42,61	-7,35	+74,61
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	+20,51	-6,72	+109,31

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 28/2/2020

### Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/2/2020)

Peildatum: 28/2/2020

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	118,9%	37,3%	4,0%	-4,6%
2. BE Semiconductor Ind.	59,5%	30,7%	4,8%	-8,6%
3. Sif Group	35,5%	9,3%	12,3%	-1,5%
4. Aalberts	3,9%	-1,8%	-12,2%	-14,6%
5. Nedap	1,9%	5,4%	-2,3%	-3,5%
6. Acomo	-1,4%	6,7%	-4,1%	-5,0%
7. TKH Group	-5,0%	-6,0%	-12,9%	-14,4%
8. Hunter Douglas	-10,9%	-12,9%	-8,2%	-8,8%
9. Kendrion	-14,9%	7,2%	-13,3%	-8,5%
10. Flow Traders	-15,0%	-11,2%	1,8%	3,0%
11. Lucas Bols	-21,9%	-13,3%	-13,9%	-10,4%
12. Brunel International	-39,7%	-28,7%	-15,5%	-10,0%
13. Neways Electronics Int.	-39,8%	-30,0%	-18,8%	-14,5%

- 1) In februari realiseerde 1 van de 14 participaties (= 7%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 5 van de 14 participaties (= 36%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Flow Traders** bovengemiddeld in de portefeuille. Flow Traders profiteerde van toenemende handelsvolumes en volatiliteit op de beurzen en bevestigt daarmee zijn status als 'hedge' in de portefeuille;
- 3) **Aalberts** was de zwakst presterende participatie in februari. De koersdaling was het gevolg van de licht tegenvallende resultaten over het boekjaar 2019.

### Bedrijfsnieuws

#### ASM International – Recordjaar 2019 en record outlook voor 1<sup>e</sup> helft 2020

Bedragen in € miljoen	2019	2018	% change	H1 2020e	H1 2019	%-change
Omzet	1.125,3	818,1	+38	660*	509	+30
Bedrijfsresultaat	219,7	124,3	+77	149**	78,0	+91
Brutomarge	42,6%	40,9%				
Genormaliseerde nettowinst	186,1	157,1	+19			
Nieuwe orders	1.169,9	942,0	+24			
Winst per aandeel (€)	6,61	3,19	+107	2,70**	1,71	+58

\* Op basis van mid range guidance ASMI, \*\* Schatting AVF

ASM International, front-end chipmachinefabrikant voor de halfgeleiderindustrie, meldde recordjaarcijfers over 2019. De omzet steeg in 2019 met 38% naar € 1,125 miljard (exclusief settlement arbitragezaak Kokusai Electric Corporation), een zeer knappe prestatie gezien de 10% daling voor chipmachines in de halfgeleidermarkt. Naast de sterke omzetgroei was er ook een aanzienlijke margeverbetering dankzij meer schaalgrootte en efficiëntere productie. Dit was vooral te zien in het laatste kwartaal waar de EBIT-marge aangepast voor eenmalige kosten op 23,6% uitkwam, waar die in 2018 nog op 15,2% lag.

De genormaliseerde nettowinst (exclusief arbitragezaak) viel uiteindelijk 19% hoger uit in vergelijking met 2018. De mindere sterke stijging in vergelijking met het bedrijfsresultaat kwam door de lagere opbrengst uit de 25% deelneming in ASM PT. De producent van back-end chipmachines had in tegenstelling tot ASMI veel last van de neergang in de chipindustrie. De markt voor back-end machines daalde in 2019 met ongeveer 30%. De omzet van ASM PT daalde met 19% en de nettowinst met maar liefst 72%. Inclusief settlement uit de arbitragezaak met Kokusai Electric Corporation kwam de winst per aandeel van ASMI uit op € 6,61, een kloeke stijging van 107%.

Na een recordjaar in 2019 gaf ASMI ook een zeer positieve outlook voor de eerste helft van het huidige boekjaar.

De verwachting van het management is dat de omzet met 30% zal stijgen ten opzichte van H1 2019. Met een omzet van € 345 miljoen in Q4 2019 zat ASMI al tegen haar maximale productiecapaciteit aan, dit zal in de eerste helft van 2020 niet anders zijn. De verwachting is dat de nieuwe fabriek in Singapore vanaf de tweede helft van dit jaar volledig operationeel zal zijn, de productiecapaciteit van ASMI zal dan vier keer zo hoog liggen als in 2019. De verhoogde productiecapaciteit geeft aan dat de onderneming een sterke groei verwacht voor de komende jaren. De chips die nodig zijn voor toepassingen als 5G, kunstmatige intelligentie, cloud computing, data centers, gaming en autonoom rijden zullen de vraag naar de ASMI chipmachines stuwten. Ondanks het COVID-19 virus zullen de investeringen in de technologietransitie naar steeds kleinere chips onverminderd doorgaan.

Ondanks de hoge investeringen in de nieuwe productiefaciliteit en in R&D had de onderneming aan het einde van het boekjaar bijna € 500 mln in kas. De schuldenvrije onderneming heeft daarom wederom besloten om een nieuw aandeleninkoopprogramma te starten van € 100 mln en het reguliere dividend met 50% te verhogen. Inclusief de extra uitkering zal ASMI over het boekjaar 2019 € 3 per aandeel aan dividend uitkeren.

Sinds 2011 heeft ASMI € 2 miljard kapitaal teruggegeven aan haar aandeelhouders, waarvan € 1 miljard in de afgelopen drie jaar.

Voor 2020 verwachten wij een winst per aandeel van € 6,00, waarbij een herstel van de resultaten van ASM PT in het tweede helft van dit jaar een extra impuls kan geven. Tegen de huidige beurskoers van € 80,- wordt slechts 13,3x de verwachte winst 2020 en bedraagt het dividendrendement 2,5%. De som-der-delen bedraagt op dit moment circa € 120 per aandeel.

#### BE Semiconductor Industries – Sterk operationeel resultaat onder lastige marktomstandigheden

Bedragen in € miljoen	Q4 2019	Q4 2018	% change	2019	2018	% change
Omzet	92,4	92,5	-0	356,2	525,3	-32
EBITDA	32,6	32,0	+2	115,0	187,7	-39
Brutomarge	56,3%	56,4%		55,8%	56,8%	
Nettowinst	33,7	22,7	+48	81,3	136,3	-40
Winst per aandeel (€)	0,47	0,30	+56	1,13	1,83	-38
Orderingang	100,5	83,1	+21	348,8	483,1	-28

BE Semiconductors, producent van back-end chipmachines voor de halfgeleiderindustrie, rapporteerde beter dan verwachte cijfers over het vierde kwartaal 2019. De omzet van € 92,4 miljoen was vergelijkbaar met die van het vierde kwartaal in 2018, terwijl de EBITDA toenam met 2%. Besi heeft in 2019 bewezen uiterst efficiënt te produceren in een neergaande investeringscyclus. Het flexibele bedrijfsmodel heeft ervoor gezorgd dat de marges op peil zijn gebleven. De brutomarge daalde met een procentpunt ten opzichte van 2018, maar is nog steeds verreweg 'best-in-class'. Ook de operationele marge bleef op een hoog niveau met 25,8%. Ter vergelijking, in de vorige cyclische neergang (Q2'15 - Q2'16) lag de operationele marge op gemiddeld 13,5%.

De outlook voor het eerste kwartaal van 2020 duidt op een einde van de forse neergang in de markt voor back-end chipmachines voor de halfgeleiderindustrie. Sinds het begin van de neergang in het tweede kwartaal van 2018 zal het eerste kwartaal van 2020 voor het eerst weer groei laten zien ten opzichte van het jaar ervoor. Het orderboek groeide in het vierde kwartaal met 22% naar ruim € 100 mln.

Ook onderzoeksbureau VLSI verwacht dat de markt in 2020 met ongeveer 10% zal groeien, na in 2019 met 30% gekrompen te zijn. Besi is klaar voor de nieuwe opgaande fase, met haar schaalbare bedrijfsmodel kan Besi de omzet kwartaal op kwartaal met 60% opschalen. Daarnaast heeft Besi niet bespaard op onderzoek en ontwikkeling en is het volop bezig met de ontwikkeling van nieuwe generatie chipmachines die nodig zijn voor bijvoorbeeld 5G smartphones en microled schermen.

COVID-19 heeft vooralsnog geen directe impact op BESi. De bandbreedte voor het eerste kwartaal van 2020 is wel groter dan normaal, omdat de timing van de omzet net in het tweede kwartaal kan vallen. Er zijn momenteel echter

geen orders geannuleerd. Voor 2020 gaan we uit van een winst per aandeel van circa € 1,50. Hierbij zij aangetekend dat de marktomstandigheden op korte termijn snel kunnen wijzigen (zowel in positieve als in negatieve zin).

Besi bevindt zich in een uitstekende uitgangspositie om te profiteren van de aanstaande investeringsgolf voor 5G-netwerken en smartphones.

Tegen de huidige beurskoers van € 25,10 wordt 16,7x de getaxeerde winst 2020 voor de aandelen Besi betaald. Net als ASMI heeft Besi een ruime netto kaspositie van € 130 mln en keert daarom nagenoeg de gehele winst over het boekjaar uit en blijft het iedere handelsdag eigen aandelen inkopen. Het dividendrendement bedraagt op dit moment ruim 4%.

#### Flow Traders – Na een rustig 2019 is de volatiliteit weer terug

Bedragen in € miljoen	Q4 2019	Q3 2019	% change	2019	2018	% change
Netto handelsinkomsten	46,1	53,3	-13,5	216,4	383,4	-44
- EMEA	33,4	35,2	-5	138,1	153,8	-10
- Americas	5,7	9,4	-39	47,6	189,3	-75
- APAC	7,0	8,7	-20	30,7	40,3	-24
EBITDA	11,7	19,5	-40	78,9	199,8	-61
Nettowinst	7,2	12,9	-44	53,1	160,9	-67
Winst per aandeel (€)	0,16	0,28	-43	1,15	3,46	-67

Flow Traders, wereldwijd liquiditeitsverschaffer in ETPs op financiële markten, presenteerde licht tegenvallende resultaten onder lastige marktomstandigheden over het vierde kwartaal. Na teleurstellende resultaten in Noord-Amerika over het derde kwartaal daalde de handelsinkomsten verder in het vierde kwartaal. Wel werd er in Amerika weer marktaandeel gewonnen. In Europa werden uitstekende resultaten behaald, een lichte daling van 5% in een markt met lagere handelsvolumes en lagere volatiliteit. Flow Traders heeft in Europa een zeer sterke marktpositie met een marktaandeel dat boven de 30% ligt, deze sterke positie werd tevens bevestigd door een concurrent die besloot de markt te verlaten.

Het beursjaar 2019 werd gekenmerkt door hogere beurzen en lage bewegelijkheid, geen ideale marktomstandigheden voor Flow Traders om enorme winsten te behalen. Het bedrijfs- en verdienmodel is echter zo ingericht dat ondanks de lagere volumes en bewegelijkheid er nog een stabiele onderstroom is aan inkomsten. Als we 2019 vergelijken met 2017, een vergelijkbaar jaar wat betreft bewegelijkheid, is de winst per aandeel van € 0,85 gestegen naar € 1,15 (+35%). Ten opzichte van recordjaar 2018, een uiterst volatiel jaar, was er een winstdaling van 67%.

Ook in 2019 ging Flow Traders door met het uitvoeren van de lange termijn strategie en het verhogen van het winstpotentieel. Er werden meer handelsplatformen en tegenpartijen aangesloten met de systemen van Flow Traders en de uitbreiding naar liquiditeitsverschaffing in obligaties werd voortgezet.

Na in 2018 gestart te zijn met het verschaffen van liquiditeit in valuta namen de inkomsten hieruit verder toe in 2019. Flow Traders won marktaandeel en er werd voor het eerst meer dan € 1 triljoen aan waarde in ETFs verhandeld. De vooruitgang die in 2019 is geboekt vormt een solide basis om de inkomsten in 2020 te laten groeien, een jaar waar Flow Traders meer op efficiëntie gaat focussen nu verschillende uitbreidingsprojecten zijn afgerond.

Het vertrouwen van het management in de toekomst en de sterke balans (schuldenvrij) werd ondersteund met de aankondiging van de eerste aandeleninkoopprogramma ter waarde van € 20 miljoen, ofwel 2% van de beurswaarde.

Door het coronavirus en de scherpe daling van de olieprijs daalde de S&P 500 in slechts zes handelsdagen 10% vanaf de all-time-high, de snelste 10%-daling ooit vanaf een all-time-high. De volatiliteit en handelsvolumes zijn op dit moment vergelijkbaar met die van het eerste kwartaal in 2018. Toen realiseerde Flow Traders haar beste kwartaal ooit.

Tijdens de publicatie van de jaarcijfers gaf Flow Traders al aan dat de handelsinkomsten in januari aanzienlijk hoger lagen (30% tot 45%) in vergelijking met het gemiddelde in het vierde kwartaal 2019.

In februari en maart zullen de handelsinkomsten nog hoger zijn geweest vanwege de fors toegenomen volatiliteit en handelsvolumes.

Wij gaan ervan uit dat Flow Traders in het huidige kwartaal € 75 tot € 100 miljoen aan handelsinkomsten kan behalen. De winst per aandeel in het kwartaal komt daarmee uit op rond de € 0,75. Vooral nog handhaven we onze taxatie voor 2020 van € 1,75 winst per aandeel, hoewel de extra euro winst per aandeel in de overige drie kwartalen relatief eenvoudig te behalen moet zijn. Tegen de huidige beurskoers van € 21,50 wordt slechts 12,3x de getaxeerde winst 2020 voor de aandelen Flow Traders betaald. Bij een verwachte pay-out ratio van 70% bedraagt het dividendrendement (2020) een stevige 5,7%.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 2 maart 2020 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
ASM International	17,0%
BE Semiconductor Industries	14,9%
Flow Traders	12,6%
Hunter Douglas	12,5%
Nedap	10,2%
TKH Group	6,5%
Sif Group	5,6%
Kendrion	5,3%
Neways Electronics International	5,2%
Aalberts	5,0%
Overige 4 participaties	6,7%
Liquiditeiten en overige	-1,5%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

#### Vooruitzichten

Het uitbreken van het coronavirus en een 'olie-oorlog' tussen Rusland en Saudi Arabië leidde in maart tot de grootste beurscorrectie sinds de 'krach' van oktober 1987. Wereldwijde aandelenbeurzen zijn sinds medio februari, veelal vanaf een all time high, met ruim 30% gedaald of meer.

Ook de beurskoers van Add Value Fund is hard geraakt. De vele gesprekken die wij met onze participaties hebben gevoerd geven ons, ondanks alle onzekerheid, alle vertrouwen dat de bedrijven weer sterker uit deze tijdelijke 'coronacrisis' tevoorschijn zullen komen.

Op dit moment zijn er nog geen negatieve gevolgen zichtbaar bij onze participaties maar dat de economie in ieder geval in de eerste zes maanden van 2020 geraakt zal worden is wel duidelijk. Wereldwijd zullen centrale banken en overheden alles in het werk stellen om de economische schade te beperken.

Wij beleggen al sinds de vorige financiële en economische crisis in 2008 bewust niet in olie- en gasbedrijven, luchtvaartmaatschappijen, banken en verzekeraars, retail- en vastgoedbedrijven en bouwondernemingen. Deze sectoren worden nu het hardst geraakt.

Onze participaties staan er goed voor, hebben geen of weinig rentedragende schulden en weinig of geen goodwill op de balans. Meerdere participaties kopen eigen aandelen in, verhogen het dividend of keren een speciaal dividend uit.

Wat de impact op de winstgroei van onze participaties zal zijn is nu nog onduidelijk. We weten wel, als het coronavirus is bestreden, dat de inhaalvraag sterk zal zijn. Alle stimulerende en fiscale maatregelen die nu wereldwijd zijn aangekondigd zullen extra verruimend werken en de lage olieprijs is een extra rugwind voor de economische groei.

Op dit moment voorzien wij voor geheel 2020 voor onze portefeuille een gewogen potentiële winstgroei van 10 tot 20%, waarbij de aantekening dat dit omgeven is met onzekere factoren. Momenteel noteert de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2020 van 10,4x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,9%.

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Wij hebben er alle vertrouwen in dat wij, net als in 2008, weer sterker zullen terugkomen.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
Willem Burgers  
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 13 maart 2020