

## MAANDBERICHT OVER JANUARI 2020

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt sloot de eerste maand van 2020 verdeeld af. De AEX-Index daalde 2,5% naar 589,50, de Amsterdam Midkap Index noteerde nagenoeg onveranderd op 910,77 en de Amsterdam SmallCap Index klom 0,3% naar 1032,00.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in januari met 1,7% van € 57,49 naar € 58,48. In het boekjaar 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +32,2% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 3 februari 2020 bedroeg € 103,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 103,2 miljoen was belegd in 14 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind januari 0,6% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 februari 2020 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 58,19
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 58,48
Fondsvermogen	€ 103.853.039
Aantal uitstaande aandelen	1.775.796

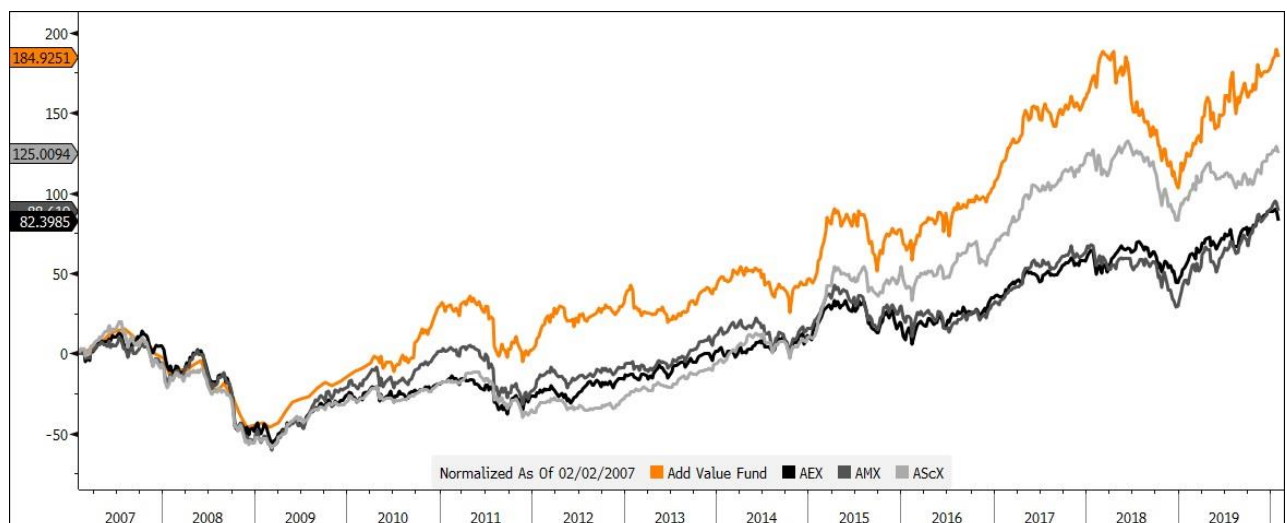
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+1,74%	+184,93
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	-2,49	+82,40
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	+0,08	+88,62
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	+0,27	+125,01

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/1/2020

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/1/2020)

Peildatum: 31/1/2020

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	59,2%	48,7%	22,2%	9,9%
2. BE Semiconductor Ind.	69,5%	42,3%	15,9%	11,5%
3. Sif Group	50,1%	5,4%	3,4%	6,7%
4. Aalberts	29,2%	8,4%	9,6%	-1,2%
5. TKH Group	13,5%	-11,1%	4,3%	-4,1%
6. Nedap	12,7%	1,0%	1,7%	0,8%
7. Acom	6,8%	8,2%	7,1%	-0,2%
8. Hunter Douglas	3,5%	-3,9%	2,8%	1,7%
9. Kendrion	-7,0%	13,5%	4,1%	-5,5%
10. Lucas Bols	-13,7%	1,1%	-5,3%	-3,9%
11. Neways Electronics Int.	-19,3%	-31,2%	-1,9%	-8,4%
12. Flow Traders	-22,1%	-12,0%	-0,4%	-2,3%
13. Brunel International	-32,0%	-35,9%	0,1%	-8,0%

- 1) In januari realiseerden 5 van de 14 participaties (= 36%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 9 van de 14 participaties (= 64%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **ASM International** en **BE Semiconductor Industries** bovengemiddeld in de portefeuille. De koersstijging van ASMI volgde op het bericht van een aanzienlijk hoger dan verwachte orderintake in Q4 2019, terwijl de koersappreciatie van Besi mede het gevolg was van het sluiten van shortposities;
- 3) **Neways Electronics International** was de zwakst presterende participatie in januari. De koersdaling was het gevolg van de derde achtereenvolgende winstwaarschuwing ten aanzien van boekjaar 2019.

### Bedrijfsnieuws

#### **ASM International** – Q4 orderintake overtreft alle verwachtingen

Bedragen in € miljoen	Q3 2019	Q3 2018	% change	9 mnd 2019	9 mnd 2018	%-change
Omzet	271,2	195,7	+39	780,2	563,4	+38
Bedrijfsresultaat	50,6	28,0	+81	144,7	78,0	+86
<i>Brutomarge</i>	42,4%	40,9%		42,2%	40,5%	
Genormaliseerde nettowinst	56,9	42,2	+35	131,7	123,4	+7
Nieuwe orders	291,8	258,0	+13	899,9	640,4	+41
Winst per aandeel (€)	1,08	0,76	+42	4,54	2,12	+114

ASM International, toonaangevend producent van front-end machines voor de halfgeleiderindustrie, meldde een orderintake van iets meer dan € 370 miljoen in Q4 2019. Dit was beduidend hoger dan de eind oktober 2019 gepubliceerde verwachting van € 290 – 310 miljoen. Deze hogere orderingang schrijft het management toe aan verbeterde marktomstandigheden. ASMI scherpde tevens de omzetverwachting voor Q4 2019 licht opwaarts aan. Op basis van voorlopige cijfers is deze licht boven de eerder geïndiceerde bandbreedte van € 310 – 330 miljoen uitgekomen. Zowel het omzetcijfer als de orderintake zijn exclusief de vorig jaar gemelde opbrengst van \$ 61 miljoen uit hoofde van de settlement van de arbitragezaak met Kokusai Electric Corporation.

ASMI heeft voorts in de maand januari in totaal 22.661 eigen aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 112,32 per aandeel. Daarmee was een tegenwaarde van ruim € 2,5 miljoen gemoeid. Met deze aankopen is 99,0% van het aandeleninkoopprogramma van € 100 miljoen dat loopt tot uiterlijk 19 november 2020, afgerond. Naar verwachting zal het SBB (*share buy back program*) deze maand worden afgerond.

Scheidend CEO Chuck del Prado is onverminderd positief ten aanzien van de groeiperspectieven van zijn onderneming. Er is momenteel een sterke marktvraag naar ASMI-machines in het logic/foundry segment, gedreven

door capaciteitsopbouw in de meest geavanceerde chips, die zich naar verwachting in ieder geval zal voortzetten in H1 2020. Wij taxeren een winst per aandeel voor *settlements* voor 2019 van circa € 4,25 en van € 6,50 voor 2020.

Tegen de huidige beurskoers van € 121,- wordt 18,6x de verwachte winst 2020 voor de aandelen ASMI betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt 1,7%, omdat wij na het interim-dividend van € 1,- per aandeel een slotdividend van nogmaals € 1,- per aandeel verwachten.

#### Neways Electronics International – derde winstwaarschuwing op een rij

Bedragen in € miljoen	2019tax	2018	% change	2017
Omzet	532	506,8	+5	438,7
EBIT	15	21,0	-29	14,3
<i>EBIT-marge</i>	2,8%	4,1%		3,3%
Nettowinst	10	14,4	-31	9,9
Winst per aandeel (€)	0,82	1,22	-33	0,86

Neways Electronics International, de vierde grootste speler op de Europese Electronic Manufacturing Services (EMS-) markt, kwam medio januari met een winstwaarschuwing. De netto omzet zal in 2019 zoals eerder gemeld hoger uitkomen dan in 2018, maar de omzetgroei in de belangrijke maand december bleek minder sterk dan verwacht en ging gepaard met een verschuiving in de productmix.

In het vierde kwartaal zijn de organisatiekosten volgens plan verder afgebouwd, maar met enige reserves vanwege het verwachte jaareinde-effect wat zich uiteindelijk slechts in beperkte mate voordeed. Op basis van de meest recente inzichten zal het bedrijfsresultaat over geheel 2019 daarom naar verwachting uitkomen op circa € 15 miljoen (2018: € 21 miljoen).

Als gevolg van deze effecten komt het resultaat in de tweede jaarthelft enigszins lager uit dan in de eerste helft van 2019. Deze winstwaarschuwing was de derde in een reeks die startte bij de publicatie van de halfjaarcijfers. Over de eerste zes maanden van 2019 steeg de omzet weliswaar met 7%, maar daalde de EBIT al met 19% door een tijdelijke onbalans in de capaciteitsbezetting, additionele kosten die samenhangen met het verhuizen van bepaalde producten binnen de groep en investeringen in de aanloop voor nieuwe producten. De prognose voor het jaarresultaat 2019 was halverwege het jaar 'een hogere omzet over geheel 2019 en een hoger resultaat in H2 2019 in vergelijking met H2 2018, een onvoorziene verslechtering van de markt voorbehouden'. Deze prognose voor het resultaat werd bij de publicatie van de derde kwartaalcijfers verlaagd naar: 'een resultaat in H2 2019 dat uit zal komen rond het niveau van H1 2019'.

Het orderboek per ultimo 2019 is goed gevuld en vormt daarmee, volgens het management, een goede basis voor de start van het nieuwe jaar. Aan de in december benoemde nieuwe CEO, Eric Stodel, de opvolger van Huub van der Vrande, de schone taak om het track record van Neways weer op te poetsen.

Wij taxeren voor 2020 voorlopig een winst per aandeel van € 1,20, ofwel een terugkeer naar het winstniveau van 2018, hetgeen impliciet inhoudt dat wij ook voor het lopende jaar rekenen met een aanhoudende margedruk. Immers, de omzet zal in 2020 naar verwachting verder kunnen toenemen en ligt alsdan ruim boven het niveau van 2018. Tegen de huidige beurskoers van € 9,- wordt thans 7,5x de verwachte winst voor de aandelen Neways Electronics International betaald en komt het verwachte dividendrendement op 6,7%.

#### Aalberts – concretiseert investeringsplannen

Bedragen in € miljoen	H2 2019tax	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	1.440	1.372	+5	1.436	1.387	+4
EBITA	196	186,3	+5	187,5	179,2	+5
<i>EBITA-marge</i>	13,6%	13,6%		13,1%	12,9%	+19%
Nettowinst	136	127,1	+7	137,8	130,2	+6
Winst per aandeel (€)	1,40	1,31	+7	1,25	1,18	+6

Industrieel toeleverancier Aalberts meldde de start van de bouw van twee nieuwe vestigingen in de Benelux. Bij de bestaande vestiging in Herentals, België, komt een nieuw distributiecentrum om de groei van de pijpsystemen-divisie te faciliteren. Hierdoor wordt de efficiency van de *supply chain* en de lay-out aanzienlijk verbeterd. Het nieuwe distributiecentrum is bovendien zeer energie-efficiënt met zonnepanelen, warmtepompen en vloerverwarming.

Het oude distributiecentrum wordt omgebouwd naar een productielocatie ter vergroting van de beschikbare capaciteit en om nieuwe technologieën te kunnen toepassen. In Almere ontwikkelt Aalberts Hydronic Flow Control een nieuw productie- en distributiecentrum inclusief kantoren en trainingscentrum. Ook deze vestiging is gericht op het verbeteren van de productie en de supply chain, waardoor efficiency en groei kunnen verbeteren en versnellen. De nieuwe vestiging speelt in op de groeiende behoefte aan duurzame oplossingen voor de bouw, waarvoor Aalberts steeds meer innovatieve oplossingen aanbiedt. De komende vier jaar investeert Aalberts in totaal circa € 60 miljoen in land, gebouwen en nieuwe machines. Deze investeringen maken deel uit van de in december vorig jaar op de Capital Markets Day gepresenteerde strategie van *Focused Acceleration*.

Aalberts is wereldwijd actief op de gebieden Installatietechniek, Materiaal-technologie, Klimaatregeling en Industriële toeleveringen. Vanuit een sterke basis, met name in West-Europa en de Verenigde Staten, ziet CEO Wim Pelsma nog volop kansen om ook de komende jaren te excelleren. In concrete zin poogt Aalberts omzet (2018: € 2,76 miljard) en nettowinst (2018: € 275 miljoen) verder te laten groeien, waarbij de volgende actiepunten werden genoemd:

- De *operational excellence* kan worden verbeterd. Hierbij is van belang dat Aalberts beschikt over een activiteitenportfolio die rugwind heeft van megatrends als duurzaamheid, urbanisatie en toepassingen vanuit het Internet-of-Things (IoT);
- Aalberts gaat in de verschillende operaties meer focus aanbrengen. Het aantal gevoerde kerntechnologieën wordt teruggebracht van 15 naar 5, het aantal bediende eindmarkten van 10 naar 4. Deze keuze impliceert onder andere dat het segment Halfgeleiders, nu nog 8% van de groepsomzet, de komende jaren zal kunnen verdubbelen naar 16% van de omzet. Het strategisch partnerschap met ASML staat mede aan de basis van deze prognose;
- Aalberts schuift meer en meer op in de richting van niche-technologieën waar hogere marges kunnen worden behaald. Hierbij wordt de inzet van co-development met eigen patenten nagestreefd. Innovaties (zelf ontwikkelde producten van minder dan vier jaar oud) gaan omhoog van 10% naar 20% van de groepsomzet;
- De komende jaren (2020 – 2022) dienen logistiek, voorraden en *supply chain* te worden geoptimaliseerd. In dit kader wordt het aantal productielocaties teruggebracht van 156 naar 122. Het tempo van desinvestering (van te laag renderende omzet) gaat omhoog van € 50 -70 miljoen naar € 300 – 350 miljoen. Het betreft twee grotere en enkele kleinere transacties. Het voorraadniveau dient met € 100 – 150 miljoen te worden verlaagd;
- Aalberts gaat versterkt door met investeren. De capex gaat omhoog naar € 140 – 160 miljoen per jaar. De R&D-bestedingen stijgen naar € 120 miljoen met ruim 450 FTE, hetgeen correspondeert met ruim 4% van de omzet;
- Hoewel Wim Pelsma de overnameprijzen momenteel als te hoog kwalificeert, wil Aalberts gemiddeld jaarlijks € 100 – 200 miljoen omzet bijkopen met aanpalende ('bolt-on') acquisities.

Wanneer deze actiepunten worden vertaald in margeverbeteringen, wordt uitgegaan van een EBITA-stijging in de bandbreedte 1,3%-punt (in geval van 3% omzetgroei) tot 1,9%-punt (bij 5% omzetgroei per ultimo 2022). De *Return On Capital Employed (ROCE)* stijgt in dit scenario met respectievelijk 2,4%-punt en 4,3%-punt. Over drie jaar zal naar verwachting 50% van de Aalberts-omzet een wederkerend karakter (renovatie/vervangingswerkzaamheden) hebben, waardoor de cycliciteit van de onderneming zal afnemen. Indien geen grote overnames (kunnen) worden gedaan, daalt de Net debt/EBITDA-ratio tot < 1 in welke situatie een extra dividend of een *Share Buy back (SBB)* kan worden overwogen.

Al met al een vertrouwenwekkende presentatie van het Aalberts-management. Voor het afgelopen jaar gaan wij uit van een winst per aandeel van € 2,65 (2018: € 2,49), waarna wij voor 2020 een verdere 9% toename voorzien naar € 2,90. Tegen de huidige beurskoers van € 42,- wordt 14,5x de getaxeerde winst voor de aandelen Aalberts betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 2,1% uitgaande van een stabiele 30% pay-out ratio.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 3 februari 2020 betreffen:

<b>Onderneming</b>	<b>Percentage <sup>1</sup></b>
ASM International	16,4%
BE Semiconductor Industries	14,8%
Hunter Douglas	12,5%
Flow Traders	11,1%
Nedap	9,7%
TKH Group	6,9%
Neways Electronics International	5,5%
Aalberts	5,3%
Kendrion	5,2%
Sif Group	5,1%
Overige 4 participaties	6,9%
Liquiditeiten en overige	0,6%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

De maand februari startte aanvankelijk met lagere beurskoersen vanwege het coronavirus. Inmiddels herstellen de financiële markten weer, al is het nog te vroeg om de invloed van de uitbraak op de economie te bagatelliseren.

Op vrijdag 7 februari a.s. begint de stroom van jaarcijfers van de ondernemingen uit onze portefeuille. Dan publiceert Flow Traders voorbeurs de cijfers over boekjaar 2019. Acomo en Brunel International volgen een week later.

Op dit moment voorzien wij voor geheel 2020 voor onze portefeuille een gewogen potentiële winstgroei van circa 20%, waarbij de aantekening dat dit (optisch) hoge percentage mede het gevolg is van de tegenvallende winstgroei in 2019.

Al met al menen wij dat de portefeuille van Add Value Fund goed is gepositioneerd om in het lopende boekjaar een tevredenstellend resultaat te kunnen realiseren. Begin februari noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2020 van 14,6x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 3,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
Willem Burgers  
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 6 februari 2020

---

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