

MAANDBERICHT OVER JULI 2019

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt sloot hoger in de maand juli. De AEX-Index steeg 2,0% naar 572,09, de Amsterdam Midcap Index klom 3,4% naar 822,64 en de Amsterdam SmallCap Index steeg 0,2% op 972,38.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in juli met 6,4% van € 52,20 naar € 55,53. Over de eerste zeven maanden van 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +27,8% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 augustus 2019 bedroeg € 101,0 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 101,9 miljoen was belegd in 13 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind juli -0,9% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 55,26
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 55,53
Fondsvermogen	€ 101.020.866
Aantal uitstaande aandelen	1.819.115

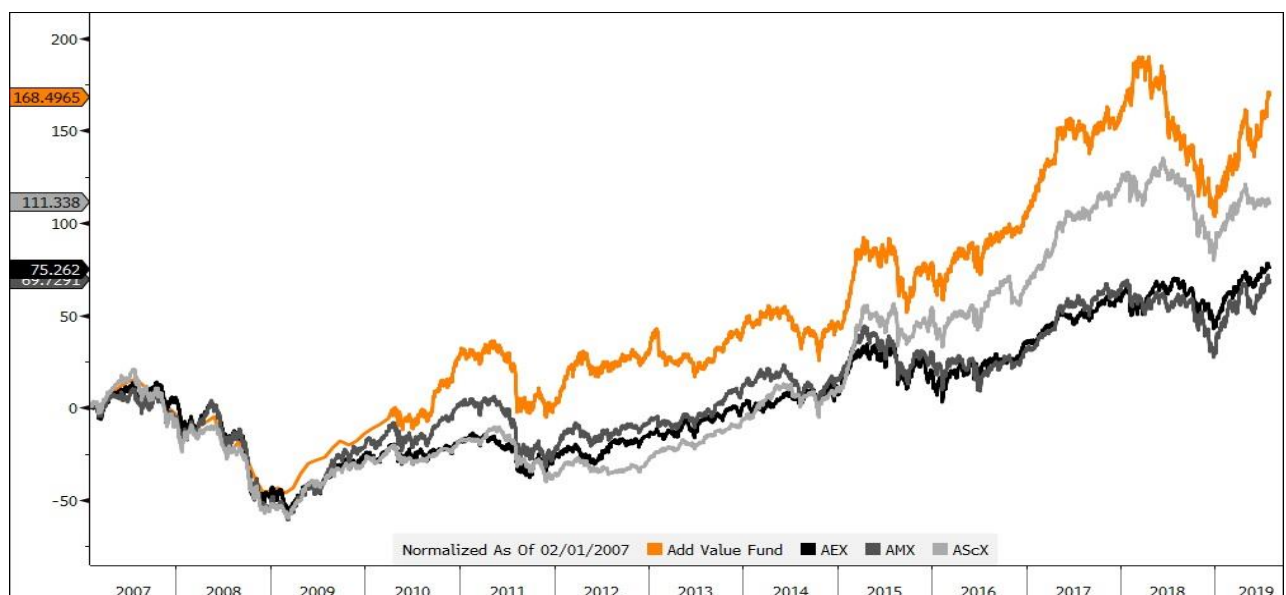
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+27,81	+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	+20,12	+75,26
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	+27,94	+69,73
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	+13,22	+111,34

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/7/2019

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/7/2019)

Peildatum: 31/7/2019

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	ASM International	+49,7	+74,4	+22,2	+29,3
2.	BE Semiconductor Ind.	+45,1	+19,1	+5,3	+19,2
3.	Neways Electronics Int.	+11,3	+17,3	+0,8	+0,8
4.	Nedap	+4,8	+11,5	-2,6	+0,2
5.	TKH Group	+0,5	+27,6	+12,3	-1,4
6.	Acomo	-4,5	-1,2	-5,7	+2,1
7.	Flow Traders	-5,9	-11,5	-6,5	-6,9
8.	Aalberts	-6,0	+19,2	+4,2	+5,5
9.	Hunter Douglas	-6,7	+7,7	- 2,5	0,0
10.	Brunel International	-7,6	+6,2	-10,4	+0,5
11.	Lucas Bols	-21,0	-14,7	-13,9	-7,3
12.	Sif Group	-28,7	+42,4	+20,3	+25,8
13.	Kendrion	-52,9	-18,1	-20,2	+7,4

- 1) In juli realiseerden 9 van de 13 participaties (= 69%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 5 van de 13 participaties (= 38%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **ASMI** en **Sif Group** bovengemiddeld in de portefeuille. ASMI rapporteerde zeer sterke cijfers over Q2 2019, alsmede een hoge orderontvangst voor Q3 2019. Sif Group wist twee grote offshore-wind opdrachten te contracteren, waardoor de capaciteitsbezetting aanzienlijk verbeterde;
- 3) **Lucas Bols** en **Flow Traders** waren de zwakst presterende deelnemingen in juli. Ofschoon Lucas Bols naar behoren presteert houdt één grote verkoper de beurskoers al geruime tijd onder druk. De minder dan verwachte cijfers over Q2 2019 zorgden voor koersdruk bij Flow Traders.

Bedrijfsnieuws

ASM International – Q2 2019 nieuw record en Q3 outlook voorspelt recordjaar

Bedragen in € miljoen	Q2 2019	Q1 2019	%	Q2 2018	%
Omzet	363,3	248,8	+46	208,7	+74
Bedrijfsresultaat	150,2	47,0	+120	38,3	+292
<i>Brutomarge</i>	42,8%	41,3%		42,1%	
Genormaliseerde nettowinst	125,0	52,8	+137	62,4	+100
Nieuwe orders	373,1	235,0	+59	175,9	+112

ASM International, toonaangevend producent van front-end machines voor de halfgeleiderindustrie, boekte recordresultaten in het tweede kwartaal van 2019. Exclusief de € 103 miljoen die ASMI ontvangt van Kokusai Electric als schikking voor de patentinbreuk (zie maandbericht juni) nam de kwartaalomzet jaar-op-jaar met 25% toe tot € 260 miljoen. De sterke vraag in de segmenten *logic* en *foundry* lag net als in Q1 2019 ten grondslag aan deze forse toename. Ook de geboekte nieuwe orders stegen met € 270 miljoen (exclusief de schikking) sterker dan verwacht, gedreven door een sterke vraag in het *logic-segment*.

Voor Q3 2019 verwacht het management een omzet in de bandbreedte € 250 – 270 miljoen en een orderontvangst van eveneens € 250 – 270 miljoen. Terwijl de vooruitzichten voor de Wafer Fab Equipment markt voor 2019 onveranderd

wijzen op een daling van 15-20% door de zwakke gang van zaken in het memory-segment, blijft het *logic-foundry* segment in H2 2019 onverminderd sterk. CEO Chuck del Prado verwacht dan ook dat ASMI de markt dit jaar ruimschoots zal verslaan. De uitstekende gang van zaken in combinatie met de extra inkomsten uit de schikking betekenen dat ASMI een nieuwe Share-Buy-Back (SBB) van € 100 miljoen kon aankondigen, welke gedurende de periode 2019 – 2020 zal worden uitgevoerd.

De beurskoers van ASMI reageerde uitgesproken positief op de fraaie halfjaarcijfers: veertien achtereenvolgende beursdagen sloot deze hoger om op maandag 29 juli een hoogste stand van € 76,28 te bereiken, 33% boven de beurskoers van eind juni van € 57,82. Wij taxeren een winst per aandeel 2019 van circa € 4,00 exclusief de te ontvangen vergoeding uit de schikking.

Tegen de huidige beurskoers van € 71,50 wordt thans 17,9x de getaxeerde winst voor de aandelen ASMI betaald en ligt de huidige som-der-delen boven de € 80 per aandeel. Het corresponderende dividendrendement bedraagt ruim 2% uitgaande van een licht stijgend absoluut dividend (2018: € 1,00). Vanwege de goede vooruitzichten en aantrekkelijke waarderingen blijft ASMI onverkort de grootste participatie in portefeuille.

BE Semiconductor Industries – Q2 2019 beter dan eigen verwachting

Bedragen in € miljoen	Q2 2019	Q1 2019	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	92,7	81,4	+14	174,1	316,0	-45
Bedrijfsresultaat	25,1	14,7	+71	39,9	107,8	-63
<i>Brutomarge</i>	<i>56,0%</i>	<i>55,9%</i>		<i>55,9%</i>	<i>56,5%</i>	
Nettowinst	18,9	9,5	+99	28,4	84,3	-66
Winst per aandeel (€)	0,26	0,13	+100	0,39	1,13	-66
Orderportefeuille	82,7	83,4	-1	166,0	292,1	-43

Chipmachineproducent Besi rapporteerde licht beter dan verwachte cijfers over het tweede kwartaal van 2019. Door hogere verkopen van *die-bonding* systemen aan Chinese en Aziatische *sub-contractors*, alsmede door verder doorgevoerde kostenbesparingen werd een winstverdubbeling in vergelijking met Q1 2019 geboekt.

Naar segment gemeten ziet Besi nog steeds een zwakke vraag naar *high-end mobile* en *automotive* toepassingen, welke gedeeltelijk wordt gecompenseerd door een meer stabiele vraag naar *logic-applicaties* in *cloud computing*.

Het orderboek stabiliseerde rond een niveau van € 80 – 85 miljoen, waarmee het proces van bodenvorming in de neergaande fase van de cyclus verder gestalte kreeg.

Vanwege het seizoen patroon voorspelt het management een omzetzdaling in Q3 van circa 10% ten opzichte van Q2 2019, een brutomarge in de bandbreedte 55-57% en een verdere, niet nader gespecificeerde daling van de kosten. President en CEO Richard Blickman toonde zich tevreden over de bereikte progressie. Ook in de huidige zwakke markt weet Besi een nettowinstmarge van meer dan 20% te realiseren. Gezien de uitstekende schaalbaarheid van het bedrijfs- en verdienmodel van Besi is Blickman zeer enthousiast over de vooruitzichten van zijn onderneming wanneer de volgende opgaande fase van de investeringscyclus zich aandient. Momenteel zijn de klanten van Besi doende om nieuwe producten/applicaties te ontwikkelen voor deze nieuwe investeringsronde, met name op gebieden als 5G, enhanced 3D en gezichtsherkenning, *cloud computing*, *artificial intelligence* (AI), alsmede *high end memory* toepassingen.

Besi levert hiervoor de machines en bevindt zich in een prima positie om optimaal te profiteren van deze ontwikkelingen, nu *advanced packaging* een steeds belangrijker onderdeel van het chipproductieproces wordt.

Vooralsnog kan 2019 worden bestempeld als een overgangsjaar. De winsttaxatie per aandeel wordt verlaagd van € 1,25 naar € 0,80. Voor 2020 lijkt evenwel een krachtig herstel richting € 1,25 – 1,50 per aandeel aannemelijk te zijn. Tegen deze achtergrond achten wij de aandelen Besi aantrekkelijk geprijsd. Tegen de huidige beurskoers van € 26,- wordt ruim 18x de getaxeerde winst 2020 betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 5,3% uitgaande van een 100%-pay out ratio.

Flow Traders – redelijke Q2 cijfers 2019

Bedragen in € miljoen	Q2 2019	Q1 2019	% change	Q2 2018	% change
Net trading income	53,9	63,1	-15	53,8	0
- EMEA (Europa)	32,1	37,5	-15	32,4	-1
- Americas	15,3	17,3	-11	14,7	+4
- APAC	6,5	8,3	-21	6,7	-3
EBITDA	20,9	26,8	-22	19,4	+8
EBITDA-marge	39%	42%		36%	
Nettowinst	13,8	19,2	-28	17,2	-20
Winst per aandeel (€)	0,30	0,41	-28	0,37	-19

ETP-liquidity provider Flow Traders rapporteerde redelijke cijfers over Q2 2019 in het licht van de lage marktvolatiliteit op de financiële markten gedurende deze periode. CEO Dennis Dijkstra stelde in een toelichting op de cijfers dat Flow Traders vasthoudt aan zijn strategie om te streven naar schaalvergroting door steeds meer te diversificeren naar verschillende asset classes en tegelijkertijd de efficiency te verhogen.

Daarnaast vergroot Flow Traders de marktaandeelen in de verschillende deelmarkten, waarbij onveranderd wordt gewerkt met een laag risicoprofiel. Chief Trading Officer Folkert Joling meldde dat het marktaandeel van Flow Traders in H1 2019 verder is toegenomen, zowel in ETPs als overige producten en asset classes, zoals valuta, crypto's en vastrentende waarden.

Het aantal FTE's – een goede toekomstige groei indicator – nam met 6,6% toe tot 465 in vergelijking met eind 2018.

Er wordt een interim dividend van € 0,35 per aandeel uitgekeerd (interim dividend 2018: € 1,35). Wij taxeren voor geheel 2019 een winst per aandeel van circa € 1,50 (2018: € 3,46), hetgeen impliceert dat in H2 2019 per aandeel € 0,79 moet worden verdiend (H2 2018: € 0,73). Het is echter evident dat de voorspelbaarheid van de winstgevendheid van Flow Traders onlosmakelijk is verbonden met de mate van volatiliteit op de financiële markten. In het uiterst roerige Q1 2018 werd bijvoorbeeld € 2,36 per aandeel verdiend, hetgeen het jaarresultaat 2018 een forse impuls gaf. Mogelijk toenemende politieke spanningen, zoals de handelsoorlog of een definitieve harde brexit, zouden in H2 2019 voor een soortgelijke impuls kunnen zorgen. Daarom beschouwen wij Flow Traders, met een weging van 12% in de portefeuille, als een aantrekkelijke *hedge-belegging*. Tegen de huidige beurskoers van € 25,- wordt 16,7x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Flow Traders betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement ruim 4% uitgaande van een 68% pay out-ratio.

Nedap – teleurstellend H1 2019

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	%-verandering
Omzet	94,2	96,7	-3
Bedrijfsresultaat (EBIT)	8,1	10,0	-19
EBIT-marge	8,6%	10,4%	
Winst voor belastingen	8,3	10,4	-20
Belastingen	-1,6	-1,7	-3
Belastingdruk	19,4%	15,9%	
Nettowinst	6,7	8,8	-23
Winst per aandeel (€)	1,04	1,37	-24

High-tech onderneming Nedap rapporteerde tegenvallende cijfers over het eerste halfjaar 2019. Bij een omzetzak van 2,6% werd een teruggang van 19% van het bedrijfsresultaat gemeld. De boosdoener was met name een omzetzak in de marktgroep Retail, waar uitdagende marktomstandigheden zorgen voor een aanhoudend lage investeringsbereidheid in conventionele antiwinkeldiefstalsystemen. De groei van *recurring* omzet uit de Nedap-ID

Cloud propositie is nog onvoldoende om de daling bij deze antiwinkeldiefstalsystemen op te vangen. De marktinteresse voor de RFID-oplossingen van Nedap neemt echter toe en een groeiend aantal toonaangevende klanten heeft inmiddels voor !D Cloud gekozen.

Een tweede marktgroep die minder presteerde dan in H1 2018 was Livestock Management, alwaar de Afrikaanse varkenspest in Azië een negatieve impact uitoefende. Overigens was H1 2018 een uitzonderlijk sterke periode, zodat de performance van Livestock Management feitelijk conform de interne prognose was, te weten op het niveau van H2 2018.

Overigens presteerden de meeste marktgroepen uitstekend. Healthcare wist de robuuste groei te continueren. Bij Security Management en Identification Systems vertaalden de investeringen in de afgelopen jaren zich in een groeiende marktpositie en omzet. Nedap blijft volop inzetten op en investeren in de verdere ontwikkeling van de organisatie. Er werden de afgelopen twaalf maanden per saldo 36 hooggekwalificeerde krachten aangenomen, waardoor het aantal fte met 5,5% toenam naar 695. Deze nieuwe medewerkers treden veelal in dienst bij marktgroep Healthcare, de structureel sterk groeiende software-ontwikkelaar die marktleider is in de Nederlandse gezondheidszorg.

De Nedap-directie is onverminderd positief gestemd over de ontwikkelingen in de tweede helft van 2019. Naar verwachting zal de omzet over geheel 2019 stijgen ten opzichte van 2018. Dit impliceert een behoorlijke groeiversnelling in H2 2019, die onder andere wordt geïnitieerd door toenemende belangstelling voor Nedap's propositie voor de ballastwatermarkt (marktgroep Light Controls) die aan omzet en resultaten zal gaan bijdragen.

Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2019 licht neerwaarts van € 2,90 naar circa € 2,50 (2018: € 2,66).

Tegen de huidige beurskoers van € 46,- wordt daarmee 18,4x de getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald.

Bij een onveranderd dividend van € 2,50 per aandeel bedraagt het dividendrendement 5,4%. Bovenop dit reguliere dividend ontvangen Nedap-aandeelhouders volgend jaar een extra dividend uit hoofde van de verkoop van het 49,8%-belang in Nedap France. Deze verkoop is inmiddels afgerond en leidt tot een netto opbrengst van ongeveer € 14,5 miljoen en een boekwinst van circa € 10 miljoen. Wij gaan uit van een eenmalig extra dividend van € 2,00 per aandeel, goed voor ruim 4% additioneel dividendrendement.

TKH Group – verkoop industriële connectivity activiteiten en overname vision-technologiebedrijf

Bedragen in € miljoen	FY 2020 tax	% change	FY 2019 tax	% change	FY 2018
Omzet	1.785	+6	1.690	+4	1.630,8
EBITA	232	+14	203	+10	184,6
Nettowinst	150	+14	132	+9	121,1
Return on Sales (ROS)	13,0%		12,0%		11,3%
Winst per aandeel (€)	3,55	+13	3,15	+9	2,88
Dividend per aandeel (€)	1,75	+13	1,55	+11	1,40

TKH Group maakte bekend dat zij overeenstemming heeft bereikt met het Nederlandse private equity-bedrijf Torqx Capital Partners over de oprichting van een NewCo die de aandelen van een groot deel van de industriële connectivity-activiteiten van TKH zal overnemen. De omzet van deze activiteiten bedroeg in 2018 € 183,7 miljoen met een EBITA van € 15,4 miljoen en 606 FTE. De activiteiten zullen worden gedesinvesteerd voor een Enterprise Value van € 113 miljoen, terwijl TKH € 17 miljoen in NewCo zal investeren om een minderheidsbelang van 44% te verwerven.

NewCo zal worden aangestuurd door Torqx en het key-management van de werkmaatschappijen zal tevens participeren. De transactie zal naar verwachting in het derde kwartaal van 2019 worden afgerond en zal resulteren in een eenmalige nettowinstbijdrage van tenminste € 30 miljoen. De desinvestering is onderdeel van het op 12 juni 2019 aangekondigde 'Simplify and Accelerate'-programma waarin TKH onder meer heeft aangekondigd dat ze de desinvestering van bepaalde activiteiten gaat intensiveren om daarmee een meer gerichte waardecreatie te ondersteunen. Met deze strategische zet is een belangrijke eerste stap hierin gezet. De resterende activiteiten uit het TKH-subsegment industrial connectivity systems worden geïntegreerd in het subsegment manufacturing systems.

TKH is voornemens om de opbrengsten van het desinvesteringsprogramma te investeren in de verticale groeimarkten via een gerichte *buy-and-build* strategie, in gebieden met het hoogste groeipotentieel. TKH maakte voorts de overname

bekend van SVS-Vistek GmbH, een vision-technologiebedrijf dat innovatieve high-end technologieën voor imaging systems levert en gevestigd is in Seefeld (Duitsland). SVS-Vistek is voornamelijk actief op de industriële markt en levert Machine Vision-oplossingen voor inspectie, meting en procesbesturing die voldoen aan de hoge eisen van verschillende eindmarkten, waaronder flat-pannel display, semi-conductor, elektronica, automotieve en intelligente verkeerssystemen. Met 60 medewerkers realiseert de onderneming een jaaromzet van circa € 20 miljoen. De activiteiten van SVS-Vistek zullen binnen TKH Group deel uitmaken van het subsegment Vision & Security systems binnen het business segment Building Solutions. De overname zal naar verwachting in Q3 2019 worden afgerond en positief bijdragen aan de winst per aandeel van TKH Group.

Op basis van onze winsttaxatie voor 2020 wordt thans circa 15x de verwachte winst voor aandelen TKH Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement ruim 3,2%.

Aalberts – goede H1 2019 cijfers en strategische add-on acquisitie

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	%-verandering
Omzet	1.436	1.387	+4
EBITA	187,5	179,2	+5
<i>EBITA-marge</i>	<i>13,1%</i>	<i>12,9%</i>	
Nettowinst	137,8	130,2	+6
Winst per aandeel (€)	1,25	1,18	+6

Aalberts rapporteerde goede cijfers over de eerste zes maanden van 2019. Ondanks meer uitdagende marktomstandigheden in vergelijking met H1 2018 wist Aalberts, actief in Installatie-technologie, materiaal technologie, klimaattechnologie en industriële technologie, behoorlijke groei te realiseren, waarbij de sterke (niche)marktposities, innovaties en de initiatieven om autonome groei aan te jagen hun vruchten afwierpen. Dat het management onder leiding van Wim Pelsma gelooft in de perspectieven voor de komende jaren, blijkt uit de gestegen kapitaalsinvesteringen van € 71,9 miljoen, een toename van 26% in vergelijking met H1 2018 (€ 57,1 miljoen). Tegelijkertijd profiteert Aalberts steeds meer van de bereikte grotere schaalomvang, waardoor internationaal *key accountmanagement* tot betere resultaten leidt. De financiële structuur bleef ijzersterk met een leverage ratio van 1,9. Het sterke cash genererende verdienmodel van Aalberts staat het doen van *bolt-on* acquisities alleszins toe.

Eind juli werd in dit kader de *heat treatment specialist* Applied Process in de Verenigde Staten overgenomen. Met een jaaromzet van circa US\$ 26 miljoen en 130 medewerkers is deze onderneming actief vanuit drie vestigingen: Livonia (Michigan), Oshkosh (Wisconsin) en Fort Smith (Arkansas). Aalberts geeft traditioneel geen gedetailleerde prognose van het te verwachten jaarresultaat. Wim Pelsma benadrukt door te zullen gaan met de uitvoering van zijn twee jaar eerder geformuleerde strategie *Focused Acceleration*. Op woensdag 4 december presenteert Aalberts een update op deze strategie tijdens een zogenaamde *Capital Markets Day*. Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel 2019 van circa € 2,62 (2018: € 2,49). Tegen de huidige beurskoers van € 34,50 wordt 13,2x de verwachte winst voor de aandelen Aalberts betaald. Het bijbehorende dividendrendement bedraagt 2,3%.

SIF Group – twee nieuwe belangrijke grote opdrachten

Bedragen in € miljoen	FY 2019 tax	FY 2018	% change	FY 2017
Contributie	120	74,3	+62	135,6
EBITDA genormaliseerd	45	13,3	+238	57,1
Nettowinst	19	-2,1		30,8
Productie in Kiloton	210	138	+52	232
Winst per aandeel (€)	0,75	-0,08		1,21
Dividend per aandeel (€)	0,25	0,10	+150	0,30
<i>Orderboek – Kiloton</i>	2019	Na 2019		
<i>Gecontracteerd</i>	210	216		
<i>Exclusief onderhandeld</i>	0	80		

Sif Group, staalconstructies voor de offshore wind- en olie & gasindustrie, meldde de ontvangst van twee nieuwe opdrachten. Voor het 800 MegaWatt Vineyard project in Massachusetts (Verenigde Staten) zal Sif 84 monopiles (103 Kiloton staal) gaan produceren. De monopiles zullen worden vervaardigd en opgeslagen op Sif's locatie aan de Maasvlakte 2. In 2020/2021 zullen de stalen buizen per schip worden vervoerd naar hun eindbestemming.

Het Vineyard project is het eerste grote offshore windmolen-project in de Verenigde Staten en Sif's eerste grote project buiten Europa. Het is nog wel de vraag of het Vineyard-project op tijd kan gaan starten, omdat er vertraging dreigt bij het verkrijgen van de benodigde vergunningen.

Voorts meldde Sif een order van 114 monopiles (113 Kiloton staal) voor Vattenfall/Nuon ten behoeve van het 1,4 GigaWatt project Hollandse Kust Zuid in de Noordzee. Ook deze monopiles zullen worden geproduceerd en opgeslagen op de Maasvlakte 2-locatie nabij Rotterdam in 2020-2021. Met deze twee nieuwe opdrachten heeft Sif de productiecapaciteit voor 2020 en 2021 grotendeels gevuld. Vanaf 2020 mogen derhalve weer goed winstgevend jaren voor Sif tegemoet worden gezien, temeer daar de Groep nog in de race is voor aanvullende projecten zoals Saint-Nazaire, Fryslan en Kaskasi.

Tegen de huidige beurskoers van € 12,25 wordt thans 16,3x de verwachte winst voor het lopende boekjaar voor aandelen Sif Group betaald. Deze waardering achten wij bescheiden in het licht van de projectie van aanzienlijk hogere winsten (en dividenden) in de volgende boekjaren.

Acomo – tevredenstellende H1 2019 cijfers in lastige marktomstandigheden

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	%-verandering
Omzet	346,2	335,9	+3
Brutomarge	64,2	56,7	+13
EBIT	23,2	22,6	+3
Nettowinst	15,8	15,5	+2
Winst per aandeel (€)	0,64	0,63	+2
Interimdividend per aandeel (€)	0,40	0,40	0

Amsterdam Commodities (Acomo), handelsonderneming in specerijen, noten, eetbare zaden, thee en voedingsingrediënten, rapporteerde tevredenstellende cijfers over de eerste zes maanden van boekjaar 2019. Zowel omzet als resultaat nam licht toe, hetgeen gezien de lage prijsniveaus voor voedingsgrondstoffen in een aantal van Acomo's voornaamste markten als een behoorlijke prestatie mag worden beschouwd. De sterkere US dollar had een positief effect op de gerapporteerde omzet (+ € 9,9 miljoen) en de op de brutomarge (+ € 1,9 miljoen) in vergelijking met H1 2018. Catz International (specerijen en noten) behaalde betere resultaten ten opzichte van H1 2018, ondanks aanhoudend lage prijsniveaus in een aantal van de voornaamste prijscategorieën. Red River Commodities (eetbare zaden) zag de resultaten licht teruglopen als gevolg van druk op de marges en hogere kosten. De resultaten van SunButter waren uitstekend, met een toename zowel in de verkoopcijfers als de marge. Van Rees Group (thee)

rapporteerde een lagere omzet maar enigszins hogere marges. Snick EuroIngredients (voedingsingrediënten) had een sterk eerste halfjaar met hoge en stijgende EBIT-marges. Het werkkapitaal daalde met € 10,7 miljoen in vergelijking met medio 2018 voornamelijk dankzij kleinere voorraden en gedeeltelijk tenietgedaan door een stijging van de debiteuren en een daling van de crediteuren. De solvabiliteit per medio 2019 bedroeg 53,8% (medio 2018: 51,9%). Het management geeft traditioneel geen prognose voor geheel 2019. Gezien de aard van de activiteiten is het onmogelijk te voorspellen hoe de markt zich zal ontwikkelen, noch welk effect dit zal hebben op de resultaten van de onderneming. Het Bestuur heeft echter het vertrouwen dat de handelsteams wederom goede resultaten zullen behalen. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2019 op € 1,30 (2018: € 1,26). Tegen de huidige beurskoers van € 19,- wordt 14,6x de verwachte winst voor de aandelen Acomo betaald. Het bijbehorende dividendrendement bedraagt een stevige 5,5%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	16,8%
Hunter Douglas	13,4%
Flow Traders	11,8%
BE Semiconductor Industries	11,8%
Nedap	9,8%
Neways Electronics International	8,3%
TKH Group	8,0%
Aalberts	5,1%
SIF Group	5,0%
Brunel International	3,7%
Overige 3 participaties	7,2%
Liquiditeiten en overige	-0,9%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De maand augustus startte met lagere beurskoersen onder invloed van de weer oplaaierende handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China. Hierdoor verloren aandelenmarkten terrein, nadat eind juli recordstanden voor boekjaar 2019 waren genoteerd. De nog altijd sterke beursstemming wordt onveranderd gevoed door almaar neerwaarts tenderende rentetarieven. Hierdoor is de relatieve aantrekkelijkheid van goed gefinancierde en gepositioneerde ondernemingen momenteel groot, terwijl bij beleggers ruim beschikbare liquiditeiten voorhanden zijn. Voor geheel 2019 voorzien wij voor onze portefeuille een gewogen winstgroei van circa 5%, waarbij wij conservatieve aannames hanteren. Begin augustus noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 15,3x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,1%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
 Willem Burgers
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 5 augustus 2019

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen