

MAANDBERICHT OVER JUNI 2020

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt wist in juni de koerswinsten sinds de bodem in maart verder uit te bouwen. De AEX-Index steeg 5,1% naar 559,73, de Amsterdam Midkap Index steeg met 4,4% naar 751,14 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 3,7% toe op 810,57. De large caps deden het iets beter deze maand, hoewel de verklaring ook ligt in de zwaardere weging van technologiebedrijven in de AEX-index. Met de toevoeging van Adyen, ASMI, Prosus en Just Eat Takeaway en het steeds zwaardere wegende ASML neemt de weging van 'coronaproef' bedrijven alleen maar toe.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in juni met 11,4% van € 48,93 naar € 54,53. Over het eerste halfjaar van 2020 werd een totaal beleggingsresultaat van -2,4% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 juli 2020 bedroeg € 97,2 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 95,3 miljoen was belegd in 12 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind juni 2,0% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 juli 2020 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 54,26
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 54,53
Fondsvermogen	€ 97.228.255
Aantal uitstaande aandelen	1.782.917

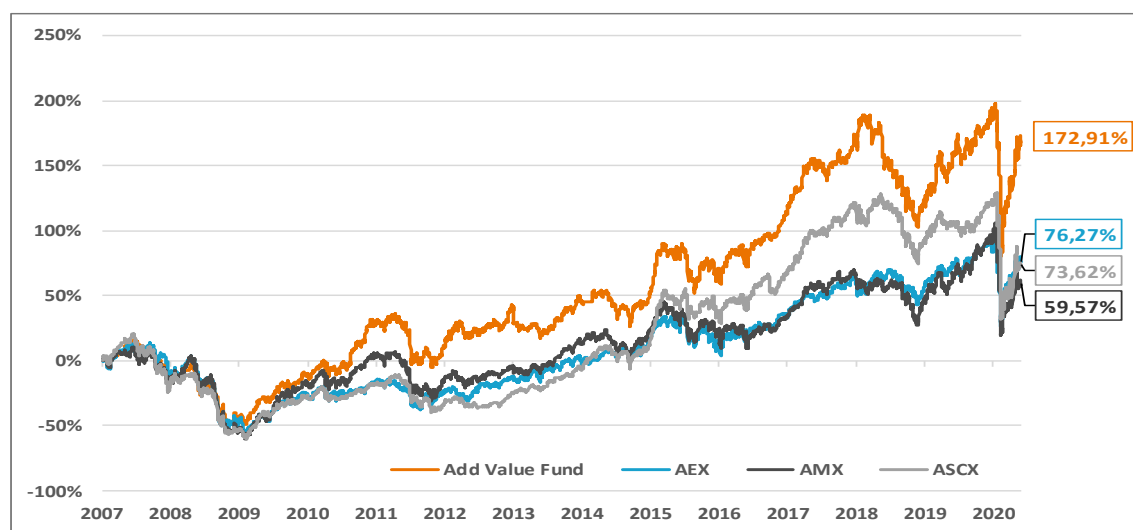
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	-2,44	+172,91
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	-6,27	+76,27
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	-16,07	+59,57
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	-20,65	+73,62

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/6/2020

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Datastream/Reuters, totaalrendement AVF op basis van intrinsieke waarde en na kosten, indices zijn exclusief kosten;

Peildatum: 30/6/2020

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	143,7%	39,3%	52,8%	31,6%
2. BE Semiconductor Ind.	75,1%	15,1%	42,6%	15,5%
3. Flow Traders	24,0%	47,8%	16,8%	1,0%
4. Acomo	3,9%	-6,1%	20,2%	2,9%
5. Sif Group	2,4%	-17,6%	8,3%	1,6%
6. Nedap	-14,7%	-15,1%	14,4%	17,4%
7. Aalberts	-15,6%	-27,0%	34,9%	18,4%
8. Hunter Douglas	-22,6%	-18,1%	15,9%	9,7%
9. Basic Fit	-24,6%	-31,0%	53,4%	2,4%
10. TKH Group	-35,7%	-29,7%	38,2%	10,5%
11. Kendrion	-37,4%	-43,7%	20,2%	15,0%
12. Neways Electronics Int.	-44,3%	-26,5%	30,7%	0,3%

- 1) In juni realiseerden alle participaties (= 100%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 5 van de 12 participaties (= 42%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **ASMI**, **Nedap** en **Aalberts** het best in de portefeuille. ASMI profiteerde van positieve berichten in de halfgeleidersector en sloot de maand af op de hoogste beurskoers ooit. Nedap en Aalberts kwamen beide met een tussentijdse update in verband met COVID-19. De teruggang in de omzet blijkt minder sterk dan beleggers hadden verwacht;
- 3) **Neways** was de zwakst presterende participatie in juni met een plus van 0,3%. Er was geen bedrijfsspecifiek nieuws, het missen van een COVID-19 update zou de oorzaak kunnen zijn dat beleggers nog voorzichtig zijn met dit aandeel.

Bedrijfsnieuws

ASM International – aandeleninkoopprogramma

Chipmachineproducent ASM International is in juni gestart met een aandeleninkoopprogramma van in totaal € 100 miljoen. Tot en met 3 juli werden in dit kader 59.450 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 119,64, hetgeen een investering van ruim € 7,1 miljoen vergde. Hiermee is 7,1% van het totale inkoopprogramma uitgevoerd.

De beurskoers van ASMI noteert thans € 145,50, waarmee 24,2x de getaxeerde winst 2020 voor de aandelen wordt betaald.

BE Semiconductors International – analistenpresentatie

Bedragen in € miljoen	Q2 2020 (guidance)	Q2 2019	%-verandering
Omzet	96-114	92,7	+13
Bedrijfsresultaat	31,0*	25,1	+24
Marge	29,5%*	27,1%	
Nettowinst	24,1*	18,9	+28
Winst per aandeel (€)	0,33*	0,26	+29

*Schatting Add Value Fund, gebaseerd op het midden van de range van de guidance afgegeven door de onderneming

Op 18 juni organiseerde chipmachineproducent Besi een analistenpresentatie met een focus op de midden- en lange termijn groeimogelijkheden en de daarbij passende innovaties van Besi. Zoals wij in eerdere maandberichten al

aangaven zien wij geen negatieve impact van de COVID-19 crisis op de halfgeleidersector. De technologische vooruitgang zet zich gewoon door of wordt juist versterkt door het thuiswerken en de 1,5 meter samenleving. Deze verwachting werd bevestigd tijdens de presentatie.

Onderzoeksbureau VLSI verhoogde onlangs haar groeiverwachting voor de *back-end* chipindustrie in 2020 naar +11,3%, terwijl in april nog werd uitgegaan van een krimp van -8,3%. Dit zou er op kunnen duiden dat de omzet van Besi in het tweede kwartaal aan de bovenkant van de door de onderneming aangegeven bandbreedte gaat uitkomen. Er is vooral veel vraag naar applicaties voor 5G en de daarbij horende uitrol van nieuwe applicaties voor smartphones. Ook is er veel vraag vanuit China, dat de stap naar technologische onafhankelijkheid lijkt te willen versnellen vanwege het opspelende handelsconflict met de Verenigde Staten.

De lange termijn groeitrends voor de eindmarkten waarvoor de Besi machines gebruikt worden zijn nog steeds intact. Besi behaalt 71% van haar omzet uit de verkoop van machines bestemd voor de eindmarkten Smartphones (32%), Computing (22%) en Automotive (17%). Daarnaast is circa 20% van de omzet afkomstig van "*spare parts en services*", een aantrekkelijke (hoge marges), wederkerende en groeiende *business*.

De volgende trends zullen er voor zorgen dat deze markten structureel harder zullen groeien dan het bruto binnenlands product:

- **Smartphones:** Uitrol van 5G netwerk en de nieuwe krachtigere en slimmere smartphones die hierbij nodig zijn
- **Computing:** Cloud, AI, Big Data en de thuiswerk economie
- **Automotive:** Ondanks de lagere autoverkopen neemt het aantal chips en sensoren per auto toe door autonoom rijden en elektrificatie

Deze trends vragen om krachtigere chips (kleiner, sneller en energiezuinig), waarbij de geavanceerdere chipmachines van Besi nodig zijn.

Na een neergaande fase van 7 kwartalen in de halfgeleidersector lijkt de nieuwe opgaande fase weer aan te breken. Uit het verleden is gebleken dat Besi juist in deze opgaande fase marktaandeel weet te winnen en sneller groeit dan het marktgemiddelde en concurrenten. Het marktaandeel wordt vooral gewonnen doordat in nieuwe opgaande fases vaak nieuwe applicaties worden gebruikt (zoals we nu zien met 5G) en Besi een voorloper is in de industrie op het gebied van nieuwe hoogwaardige technologie. In de nieuwe opgaande fase verwacht Besi veel van Hybrid bonding.

Eind dit jaar wordt de eerste omzet verwacht voor Hybrid bonding, waarna de groei ieder jaar zal gaan toenemen. De verwachting is dat eind 2030 er 700 tot 1400 van deze hybrid bonding systemen wereldwijd geïnstalleerd zullen zijn, waarvan Besi, als *first mover*, naar verwachting een substantieel marktaandeel gaat bemachtigen van de totale marktomvang van circa € 2 miljard.

MicroLED is een andere technologie waar Besi volop mee bezig is om verder te ontwikkelen. De markt voor MicroLED, de toekomstige vervanger van OLED schermen, is een stuk spannender. De verwachting is dat het nog zeker twee à drie jaar duurt voordat deze nieuwe technologie op grote schaal wordt toegepast en de vraag is dan of en in welke mate de machines die Besi ontwikkelt hiervoor gebruikt gaan worden. Een sterke positie in deze markt zou echter een significante stijging van de omzet betekenen.

Besi is er nog steeds van overtuigd de € 800 miljoen omzetdoelstelling in de volgende opgaande fase te gaan behalen. Deze overtuiging wordt versterkt door de gesprekken die Besi voert met haar klanten. De afgegeven doelstelling van € 800 miljoen is exclusief de omzet uit MicroLED. Als Besi succesvol wordt in MicroLed sluiten wij een omzet van € 1 miljard niet uit. Een winst per aandeel van ruim € 4,00 is dan niet ondenkbaar.

Tegen de huidige beurskoers van € 39,65 wordt weliswaar vooruitgelopen op een sterke omzet- en winststijging in 2021 en 2022, maar dat is naar onze mening terecht. Besi blijft dan ook onveranderd een van de topparticipaties in onze portefeuille.

Flow Traders – virtuele AvA

Bedragen in € miljoen	Q1 2020	Q1 2019	% change
Netto handelsinkomsten	495,0	63,1	+684
- EMEA	304,9	37,5	+713
- Americas	149,0	17,3	+761
- APAC	41,0	8,3	+394
EBITDA	323,7	26,8	+1108
Nettowinst	262,3	19,2	+1266
Winst per aandeel (€)	5,71	0,41	+1293

Flow Traders, wereldwijd liquiditeitsverschaffer in ETPs op financiële markten, hield op 24 juni haar algemene aandeelhoudersvergadering. Tijdens de presentatie van de Management Board liet CEO Dennis Dijkstra de voortgang zien van de strategie om een “one stop shop” voor liquiditeitsverschaffing te worden.

In 2019 heeft Flow Traders weer meer tegenpartijen aan zich gebonden en handelsplatformen ontsloten. Hoe meer tegenpartijen en platformen zijn aangesloten des te meer handelstransacties Flow Traders ziet in de markt, des te scherper en efficiënter Flow Traders de verschillende producten kan prijzen en daarmee een groter marktaandeel moet kunnen winnen. Daarnaast heeft Flow Traders duidelijk aan momentum gewonnen in Europa met de handel in valuta. De handel in valuta was de eerste grote stap die Flow Traders maakte om meer te diversifiëren vanuit ETPs naar ook het liquiditeit verschaffen in de onderliggende waardes, zoals valuta en obligaties.

De groeidrivers voor Flow Traders zijn nog steeds intact. ETFs hebben de test in maart dit jaar doorstaan en zullen alleen maar verder aan populariteit winnen vanwege de liquiditeit van deze producten. Zelfs in ETFs met onderliggende illiquide waardes zoals high yield bonds kon op ieder moment volop gehandeld worden. De ETF-markt blijft dan ook naar verwachting een groeimarkt. Dankzij de toegenomen transparantie die is ontstaan na het invoeren van de MIFID II-regelgeving, ziet Flow Traders nu 100% van de transacties in de markt. Dit zorgt ervoor dat Flow Traders nog efficiënter kan prijzen en haar 35% marktaandeel in de Europese markt succesvol weet te verdedigen en zelfs uit te breiden.

Ook in de Verenigde Staten is er een trend zichtbaar naar meer transparantere handelsplatformen, wat in het voordeel van Flow Traders moet zijn. In Azië is de verwachting dat de grootste ETF-markt in de regio, China, verder de deuren opent. De liquiditeitsverschaffing wordt daar nog gedaan door de traditionele banken die vaak ook de ETF-uitgevers zijn. Deze nieuwe markt biedt voor Flow Traders veel kansen.

Met de aanstelling van Britta Achmann als Chief Risk Officer, een nieuwe positie, krijgt het sterke risk management van Flow Traders een extra impuls. Duidelijk is dat Flow Traders een sterk track record heeft als het gaat om risk management. Zo waren er tijdens zeer volatiele periodes als in 2008, 2011, 2015, 2018 en onlangs in het eerste kwartaal 2020 geen verliesdagen voor Flow Traders. Sterker, juist in deze periodes weet Flow Traders zich positief te onderscheiden door zeer sterke resultaten te boeken. Britta Achmann stelt zichzelf als doel om van het sterke risico management een competitief voordeel te maken voor Flow Traders.

De resultaten op de korte termijn zijn vaak lastig te voorspellen bij Flow Traders. Wel is duidelijk dat Flow Traders in de afgelopen jaren een sterke groei heeft kunnen laten zien in zowel periodes met hoge volatiliteit (2015, 2018 en 2020) als periodes met lage volatiliteit (2017,2019). Het eerste kwartaal 2020 heeft Flow Traders een uitstekend resultaat weten te realiseren. Hoewel in het tweede kwartaal de volatiliteit lager was, lag deze nog steeds op een zeer hoog niveau in vergelijking met vorig jaar. Daarnaast was er in april grote onrust op de oliemarkt met zelfs negatieve prijzen voor de kortlopende future prijs. Q2 2020 lijkt dan ook voor Flow Traders een uitstekend resultaat te zullen opleveren. Wij menen dat onder de huidige marktomstandigheden een winst per aandeel voor geheel 2020 van circa € 10,00 nog steeds tot de mogelijkheid behoort.

De huidige beurskoers van € 34,54 impliceert dat thans slechts 3,4x de verwachte winst voor de aandelen Flow Traders wordt betaald. Uitgaande van het bestendige dividendbeleid mag worden uitgegaan van een pay-out ratio van 70%, waarmee het dividendrendement zich op circa 20% laat berekenen. Natuurlijk dienen wij ons te realiseren dat de marktomstandigheden van dit moment niet naadloos kunnen worden doorgetrokken naar de komende periode, laat staan de komende jaren. Echter, in het licht van de IPO-koers van € 32,- per aandeel van juli 2015 en gezien de solide

resultaten die Flow Traders heeft geboekt in jaren met een geringe koersvolatiliteit, is toch, ondanks de ruime 60% koersstijging dit jaar, sprake van een substantiële onderwaardering van het aandeel.

Vandaar dat Flow Traders een toppositie blijft houden in de portefeuille. Op deze wijze kan onze participatie in Flow Traders optimaal fungeren als 'hedge' in de portefeuille. Daarnaast profiteert de schuldenvrije onderneming van de sterk groeiende ETF-markt en kan het zelfs in tijden met minder hoge koersvolatiliteit aantrekkelijke winsten behalen. Het aandeel Flow Traders is daarom 'the best of both worlds'.

NEDAP – COVID-19 update en AvA

Technologiebedrijf Nedap publiceerde een extra *trading update* vooruitlopend op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Na een sterke start in het eerste kwartaal met een omzetgroei van 9%, is de omzet in april en mei gedaald ten opzichte van vorig jaar als gevolg van de covid-19 crisis. Voor Q2 2020 wordt een lagere omzet verwacht dan in de overeenkomstige periode in 2019.

De marktgroep *Healthcare* heeft de omzetgroei van het eerste kwartaal weten vast te houden. Ook bij de marktgroep *Livestock Management* blijft de omzet groeien, mede door positieve ontwikkelingen op de Chinese varkensmarkt. De marktgroepen *Identification Systems*, *Light Controls* en *Security Management* ondervonden negatieve effecten van de harde *lockdown* in een aantal landen. Hierdoor zijn projecten vertraagd met een daling van de omzet als gevolg. De marktgroep *Retail* blijft kampen met moeilijke marktomstandigheden, met name bij fashion-retailers. Toch is de omzetzijging minder sterk dan eerder verwacht en worden er weer nieuwe contracten voor het ID Cloud-platform afgesloten. Ook bij de marktgroep *Staffing Solutions* is ondanks de ontwikkelingen in de uitzendbranche de daling van de omzet minder scherp dan voorzien.

In nauwe samenwerking met de partners in de *supply chain* is de continuïteit van leveringen aan de klanten van Nedap de afgelopen maanden geborgd. Door het intensiveren van de contacten met klanten en leveranciers is de volatiliteit in de vraag van de verschillende producten goed opgevangen en zijn de voorraden niet toegenomen. De sterk wisselende marktomstandigheden worden op de voet gevolgd. Waar mogelijk worden kosten verlaagd en er is veel aandacht voor het tijdig blijven innen van debiteuren. Bij investeringen wordt kritisch gekeken of deze op dit moment opportuun zijn. Nedap beschikt momenteel over een onverminderd sterke financiële basis (schuldenvrij).

De covid-19 crisis heeft veel impact in de verschillende markten waarin Nedap opereert. Grote uitdaging is om deze periode niet alleen goed door te komen, maar ook om de noodzakelijke stappen te zetten om goed gepositioneerd te zijn voor kansen die kunnen ontstaan wanneer markten weer herstellen. Daarom is ook in deze tijd het zoeken naar talentvolle mensen doorgedaan. Daarbij wordt wel de timing van het aannemen van nieuwe medewerkers in lijn gebracht met de fase waarin de verschillende markten zich bevinden.

Ten gevolge van de covid-19 crisis zal de omzet in Q2 2020 zoals eerder aangegeven lager uitkomen dan in Q2 2019. Na het sterke eerste kwartaal, is hiermee de verwachting dat de omzet in de eerste jaarhelft gering zal dalen. Het bedrijfsresultaat zal in H1 2020 sterker dalen, samenhangend met de groei van het aantal medewerkers, met name gedurende 2019. De virusuitbraak heeft een grote impact op de wereldwijde economie en op dit moment is het nog onzeker hoe lang de crisis voortduurt en hoe groot de uiteindelijke impact zal zijn. Het is volgens het Nedap-bestuur nog niet mogelijk om een betrouwbare schatting te maken van de gevolgen voor de omzet in de tweede helft van het jaar. Zoals eerder gemeld, zal in de tweede helft van het jaar wanneer meer zicht is op de ontwikkeling van de onderneming en indien de financiële resultaten dit toelaten een interim-dividend worden overwogen.

De *trading update* bevestigt ons vermoeden dat de impact van covid-19 op de omzet en resultaten van Nedap minder groot is dan aanvankelijk werd gevreesd. Het is met name positief dat de omzet bij de twee grote marktgroepen *Healthcare* en *Livestock Management* de afgelopen maanden onveranderd is gestegen. Bij de derde grote marktgroep, *Retail*, is het van belang dat de vraag naar Nedap's ID Cloud oplossing sterker lijkt te worden nu een nauwkeurig en up-to-date overzicht van de voorraadpositie op alle winkellocaties een essentiële randvoorwaarde is om in omnichannel-retail succesvol te kunnen zijn.

Voor geheel 2020 gaan wij voornamelijk uit van een daling van de winst per aandeel van 10-15% uitgaande van een scenario waarbij een tweede golf van besmettingen door covid-19 uitblijft. Tegen de huidige beurskoers van € 41,50

wordt alsdan 21,8x de verwachte winst 2020 voor de aandelen Nedap betaald en bedraagt het dividendrendement 3,6% uitgaande van een pay out-ratio van 80%.

TKH Group – COVID-19 update

Technologiebedrijf TKH Group kwam op 18 juni met een tussentijdse update over de situatie die is ontstaan naar aanleiding van de uitbraak van covid-19 en de impact die dit heeft op de omzet en resultaten van de Groep.

Covid-19 heeft sinds de uitbraak een negatief effect op zowel omzet als resultaat van de TKH Group. Zo hebben onder andere de *lockdowns* in Frankrijk, Italië en de Verenigde Staten in april en mei een forse impact gehad. Vanaf juni zijn in deze landen door de versoepelde maatregelen de mogelijkheden voor uitleveringen weer op gang gekomen, maar deze liggen nog niet op het oude niveau. In China is het activiteitsniveau sinds maart weer hersteld en heeft slechts een beperkte impact gehad.

Op basis van de gerealiseerde omzet tot en met mei 2020 en de inschatting voor juni, zal de autonome omzet in het eerste halfjaar 2020 tussen de 8 – 9% dalen ten opzichte van H1 2019. De daling is het sterkst bij Industrial Solutions en Telecom Solutions en in mindere mate bij Building Solutions. De operationele winst voor eenmalige baten en lasten (EBITA) zal in H1 2020 tussen de 13 – 16% dalen. Ook hier is de daling het sterkst bij Industrial Solutions en Telecom Solutions en in mindere mate bij Building Solutions. In het tweede kwartaal zal een eenmalige last worden genomen van € 3 – 5 miljoen in het kader van kostenbesparende maatregelen. TKH blijft ruim binnen de met de banken overeengekomen financiële ratio's opereren. De belangrijkste ontwikkelingen per segment waren als volgt:

- **Telecom Solutions**

Fibre Optic Networks: De lockdown situatie in Europa en met name in Frankrijk heeft een forse negatieve impact gehad op de uitleveringen in april en mei. In de komende maanden wordt verwacht dat dit zich weer normaliseert en dat de uitrol voor glasvezelnetwerken weer herstelt.

- **Building Solutions**

Care: De omzet in april en mei daalde licht, hoewel er op dit moment een toegenomen vraag is naar TKH's communicatietechnologie voor zorgalarmering en ouderenzorg. De installatiemogelijkheden in zorginstellingen zijn echter momenteel beperkt vanwege de daar geldende maatregelen. Na de succesvolle oplevering van de Indivion, het hoogwaardige medicijndoseer- en -distributiesysteem, is er een toenemende belangstelling voor grootschalige investeringen in de Indivion-technologie vanuit de Verenigde Staten.

Marine & Offshore: Door de productiebeperkingen vanwege covid-19 lag de productiewaarde in april en mei op een lager niveau. Daarnaast is de omzet in de scheepsbouwmarkt en in het bijzonder die voor cruiseschepen gereduceerd. In de offshore-markt is in mei een aanvullende grote opdracht verworven voor subsea-connectivity systemen voor het offshore-windproject Hollandse Kust Zuid dat door Vattenfall zal worden gerealiseerd en waarmee de bezetting van de capaciteit in de komende kwartalen goed is afgedekt. Er zijn goede vooruitzichten voor nieuwe opdrachten voor offshore wind-projecten.

Tunnel & Infra: De omzet in april en mei daalde doordat projecten stagneerden vanwege belemmeringen bij installateurs om werkzaamheden uit te voeren. De CEDD/Airfield Ground Lighting (AGL)-technologie staat nog steeds goed gepositioneerd voor opdrachten, maar de verwachting is dat de groei zal vertragen vanwege covid-19 en de daarmee samenhangende investeringsbeperkingen die aan de orde zijn op vliegvelden vanwege de enorme vraaguitval. De vraag naar energiekabelsystemen voor energienetwerken steeg daarentegen. Besloten is de productiecapaciteit hiervoor verder uit te breiden en deze zal naar verwachting in Q2 2021 in bedrijf worden genomen.

Parking: In Noord-Amerika, de belangrijkste markt voor TKH binnen Parking, is er een negatief effect op de omzet te zien in april en mei doordat projecten op luchthavens en in winkelcentra zijn stilgelegd vanwege de effecten van covid-19. TKH anticipeert in het parkingsegment op een lager investeringsniveau in de komende kwartalen en heeft de operationele kosten fors omlaag gebracht.

Machine Vision: De groei uit het eerste kwartaal 2020 heeft zich doorgezet, ondanks belemmeringen door *lockdowns*, waarbij de groei voornamelijk binnen het 3D-vision-segment is gerealiseerd.

Overige markten: In de bouw- & constructiemarkt zijn er beperkingen in de uitvoering van projecten en hebben de covid-19-maatregelen effect gehad op de efficiency en output van de productie. Voor de komende maanden wordt een licht herstel verwacht.

- **Industrial Solutions**

Tire Building: De omzet daalde doordat de oplevering van enkele projecten vanwege *lockdown* situaties bij klanten is uitgesteld. Inmiddels zijn de beperkingen vanwege *lockdowns* gereduceerd. De vraaguitval bij bandenfabrikanten heeft ertoe geleid dat uitstel van investeringen aan de orde is. De verwachting is dat de orderintake in de komende kwartalen door de lastige situatie waarin de bandenbouwindustrie verkeert, zal teruglopen.

Overige markten: Binnen de industriële sector wordt de omzet gedrukt door terughoudendheid voor investeringen bij met name machinebouwers en de robotindustrie. Dit heeft een negatief effect op de industrial connectivity-activiteiten, vooral ook door de afbouw van voorraden. De komende maanden wordt een licht herstel verwacht doordat effecten vanwege voorraad-afbouw beperkter of niet meer aan de orde zullen zijn.

De economische onzekerheid als gevolg van de covid-19 uitbraak heeft een impact op de activiteiten van TKH en zal naar verwachting in H2 2020 nog voortduren. TKH is echter mede door haar solide financiële positie optimaal gepositioneerd om ook te kunnen profiteren van de kansen die verbonden zijn aan haar vele innovaties. De Raad van Bestuur publiceert op 11 augustus a.s. de definitieve resultaten over het eerste halfjaar 2020 inclusief een nieuwe update van de ontwikkelingen binnen de Groep.

De update van TKH Group was aanleiding voor een herstel van de beurskoers. Kennelijk hielden beleggers rekening met een zwaardere terugval van omzet en resultaten. Wij voorzien voor H2 2020 eveneens een terugval van omzet en resultaten, met name omdat de belangrijke Tire Building activiteiten nog onder druk zullen liggen.

Tegen de huidige beurskoers van € 35,- wordt thans 15,2x de verwachte winst 2020 voor de aandelen TKH Group betaald bij een getaxeed dividendrendement van 3,3% (50% pay out-ratio).

Aalberts – COVID-19 update en AvA

Technologiebedrijf Aalberts kwam op 23 juni met een *trading update*. In directe zin ondervond Aalberts slechts op een beperkt aantal locaties hinder van de covid-19 uitbraak. In Zuid-Europa moesten enkele vestigingen gedwongen sluiten als gevolg van overheidsmaatregelen. Vanaf begin mei zijn alle vestigingen weer in bedrijf. In de eerste vijf maanden van 2020 daalde de autonome omzet onder invloed van covid-19 met 12% in vergelijking met dezelfde periode van 2019. De stand van het orderboek bevond zich eind mei op hetzelfde niveau als een jaar eerder. De netto schuldpositie was met 15% teruggebracht in vergelijking met de stand per eind mei 2019. Per activiteit waren de ontwikkelingen als volgt:

- In de divisies **Installatie- en Klimaattechnologie** bleven de activiteiten redelijk goed op peil, maar wel op een lager niveau. In Zuid-Europa en het Verenigd Koninkrijk werd hinder ondervonden van de *lockdowns*, waardoor ook de verkoop via het distributiekanaal onder druk stond. Vanaf de laatste weken van mei ziet Aalberts een hogere orderintake en dito omzet.
- In de divisie **Materiaaltechnologie**, actief in de markten van duurzaam transport en industriële nichemarkten, stagneerden de orderintake en omzet de achterliggende periode onder invloed van een afnemende vraag en de tijdelijke sluiting van vestigingen. De meeste vestigingen zijn sinds begin mei weer open gegaan, waarbij de *supply chain* stap-voor-stap werd opgestart. Aalberts ging door met het bestendige investeringsprogramma, maar reduceerde de geplande capaciteitsuitbreiding en stelde de daarbij behorende nieuwbouw voorlopig uit.
- Het beeld in **Industrial Technology** was verdeeld. Binnen Flow Control presteerden de industrie-gerelateerde activiteiten naar wens, maar leden de dranken-gerelateerde activiteiten onder de moeizame marktomstandigheden evenals de gas- en koelregulatietak voor duurzaam transport. Daarentegen presteerden de *advanced mechatronics* activiteiten voor de halfgeleidermarkt uitstekend in vergelijking met een jaar eerder. Bovendien is er een record orderboek voor de komende maanden.

In alle business segmenten werd de nadruk gelegd op cash management en kostenoptimalisatie programma's. Tegelijkertijd werd versneld uitvoering gegeven aan het actieplan uit de in december 2019 gepresenteerde strategie 'Focused Acceleration'. Een groot aantal projecten werd gestart gericht op het structureel verlagen van de kosten en het netto werkkapitaal, hetgeen overigens zal leiden tot eenmalige herstructureringskosten in het lopende boekjaar. Het netto effect van het actieplan zal deels terugkomen in betere rendementen in H2 2020 en FY 2021 en zal nader worden toegelicht bij de presentatie van de halfjaarcijfers op 23 juli a.s. Het Aalberts-management streeft ernaar om sterker en beter uit de huidige covid-19 crisis tevoorschijn te komen.

Conclusie: Aalberts voert de in december 2019 gepresenteerde strategie 'Focused Acceleration' versneld uit. De stagnatie als gevolg van de uitbraak van covid-19 wordt niet als structureel gezien. De uitgangspositie van Aalberts ten opzichte van de concurrentie wordt alleen maar sterker, omdat Aalberts onverminderd doorgaat met investeren in innovatieve oplossingen, terwijl het over een ijzersterke balans beschikt. Het is aannemelijk, maar ook weer niet vanzelfsprekend, dat er grotere kansen op het gebied van acquisities ontstaan in de post-corona periode. Echter, topman Wim Pelsma kan niet genoeg benadrukken dat organische groei de mooiste groei is.

Tegen de huidige beurskoers van € 30,- wordt naar onze schatting circa 14,6x de winst 2020 van circa € 2,00 per aandeel (2019: € 2,42) betaald. Het bijbehorende dividendrendement bedraagt circa 2,3%.

Kendron – Algemene Vergadering van Aandeelhouders

Op woensdag 24 juni werd de uitgestelde Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) van elektromagnetenproducent Kendron gehouden. Tijdens deze AvA gaf CEO Joep van Beurden een korte presentatie van het 'nieuwe' Kendron, dat is ontstaan na de acquisitie van remmspecialist INTORQ in december vorig jaar.

Van Beurden introduceerde het Kendron Strategic House met als speerpunten (1) Automotive met de vier 'ACES' – Autonomous, Connected, Electrified & Shared – en de vier Lighthouse Platforms: Smart Actuation, het AVAS sound system voor elektrische auto's, een aandrijfsysteem voor hybride voertuigen en het Active Damping Actuation Platform (veersystemen); (2) de remsystemen van Kendron en INTORQ gericht op de markt van industriële robots en (3) Industrial Actuators and Controls met als voornaamste afzetmarkten: machinebouw, transport, energiedistributie en vloeistofcontrolesystemen.

Daarenboven is de Chinese markt voor Kendron de gefavoriseerde groeiemarkt, waar de komende jaren een explosieve groei dient te worden gerealiseerd. Dat Kendron feitelijk heel succesvol is met haar technologische innovaties moge blijken uit de book-to-bill ratio van 1,25 voor wat betreft het aantal binnengehaalde nominaties in het Automotive segment, dat een omzetaandeel van 55% van de groepsomzet realiseert. Met een nominatie wordt een opdracht van een deelproductie van een afnemer van Kendron bedoeld, die gemiddeld over een periode van zeven jaar wordt uitgeleverd.

Van Beurden ging nader in op de strategische rationale van de overname van INTORQ.

- Sterke strategische samenhang die leidt tot een substantiële versterking van Kendron's positie op de markt van remsystemen.
- Een significant synergiepotentieel. Integratie van productiecentra en geoptimaliseerde operationele efficiency zullen tot aanzienlijke synergievoordelen leiden.
- Waardecreatie. Vanaf het lopende boekjaar zal er een *double-digit* bijdrage aan de winst per aandeel van Kendron zijn.

De progressie in China ligt op koers ondanks de covid-19 uitbraak van begin dit jaar. Jaar-op-jaar bedraagt de groei 29%, weliswaar van een nog lage aanvangsbasis. Omdat de zogenaamde Lifetime Nominations (gemiddelde productieduur 7 jaar) significant hoger liggen dan de huidige omvang van de omzet, is de verwachting gewettigd dat op een termijn van 3-4 jaar de Chinese markt geleidelijk kan doorgroeien naar een omzetaandeel van 20-30%. Tot die tijd wordt er jaarlijks fors geïnvesteerd in de kwaliteit en kwantiteit van de lokale organisatie, de lokale *supply chain* en op het gebied van kwaliteitscontrole.

Op korte termijn legt het management het accent zeer sterk op kostenbeheersing teneinde de covid-19 crisis met zo min mogelijk kleerscheuren door te komen. De volgende actiepunten werden genoemd:

- Arbeidstijdverkorting voor de eigen werknemers en de flexibele schil
- Vrijwillige salarisverlaging van 15% door het hogere management
- Alleen de hoogst noodzakelijke capex-uitgaven
- Geen gebruik van consultants en/of overige externe diensten
- Sterke nadruk op de beheersing van het werkkapitaal
- Gebruik maken van overheidssteun, waaronder uitstel belastingbetaling
- Geen dividenduitkering

Conclusie: De propositie die Kendrion biedt aan haar afnemers lijkt aan kracht te winnen. Op een termijn van drie à vier jaar kan een substantiële omzet- en winsttoename tegemoet worden gezien als Kendrion erin slaagt de ingeslagen weg van hoge nominaties bij eindklanten vast te houden. Op korte termijn heeft Kendrion te maken met de onvoorspelbare gevolgen van de covid-19 uitbraak. Het management heeft de organisatie de afgelopen vier jaar *lean and mean* gemaakt en met de nu afgekondigde actiepunten achten wij Kendrion in staat zonder al te veel kleerscheuren de huidige uitdagende marktomstandigheden het hoofd te bieden. Op donderdag 10 september a.s. organiseert Kendrion een Capital Markets Day gedurende welke het management nieuwe operationele en financiële doelstellingen van het 'nieuwe' Kendrion zal aankondigen.

Tegen de huidige beurskoers van € 11,40 wordt ruim 20x de verwachte winst voor het lopende boekjaar voor de aandelen Kendrion betaald. Echter, zodra de eindmarkten van Kendrion zich herstellen van de huidige crisis, is naar onze mening een winst per aandeel van tenminste € 1,75 alleszins haalbaar. Kendrion boekte een dergelijk resultaat over boekjaar 2017.

Basic-Fit – onderhandse plaatsing van aandelen

Basic-Fit, Europa's grootste fitnessketen, versterkte begin juni de vermogenspositie door de uitgifte van ruim 5,3 miljoen nieuwe aandelen die via een *accelerated bookbuilt offering* werden geplaatst tegen een beurskoers van € 25,-. Hiermee werd een bedrag van € 133,3 miljoen opgehaald; het aantal uitstaande aandelen werd door de plaatsing met 9,8% uitgebreid tot 60 miljoen stuks. Met de opbrengst wil Basic-Fit de balansstructuur versterken, waardoor de onderneming in staat is haar groeistrategie, inhoudende de opening van nieuwe clubs alsmede de overname van fitnessketens, voort te zetten.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in portefeuille per 1 juli 2020 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	17,0%
BE Semiconductors	14,3%
Flow Traders	14,2%
Hunter Douglas	10,7%
Nedap	9,1%
TKH Group	7,2%
Aalberts	5,0%
Neways Electronics International	4,9%
Sif Group	4,8%
Kendrion	4,2%
Overige 2 participaties	6,6%
Liquiditeiten en overige	2,0%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Aandelenmarkten lieten in juni een opgewekte stemming zien. In Europa, dat in maart en april nog het epicentrum van het virus was, worden de *lockdown*-maatregelen geleidelijk afgeschaald nu het virus relatief onder controle lijkt. Hierdoor zijn beleggers bereid een deel van de ruimschoots beschikbare liquiditeiten in nieuwe aandelenposities te investeren. In Amerika lijkt het Coronavirus echter nog steeds aan kracht te winnen. Verschillende versoepelingen van de *lockdown*-maatregelen worden hier uitgesteld of teruggedraaid. Beurzen reageerden hier in eerste instantie negatief op, maar wisten zich wel weer snel te herstellen. Dit laat onverlet dat de omzet- en resultatenontwikkeling in het tweede en derde kwartaal van 2020 nog sterk negatief beïnvloed zal worden door de nasleep van de coronacrisis. Daarnaast is er het scenario van een tweede ronde van besmettingen in het najaar, wat door enkele virologen wordt voorspeld. Al met al een uitdagende beleggingsomgeving, waarin wij zo behoedzaam mogelijk te werk gaan.

Vanzelfsprekend houden wij de winst- en dividendtaxaties van de participaties in onze portefeuille continu langs de meetlat van de nieuwe realiteit. Daarbij gaan wij uit van drie scenario's: *best-case*, *base-case* en een *worst-case* scenario die gebaseerd zijn op de duur en diepgang van de recessie. Dit impliceert dat omzetten en bedrijfswinsten in het tweede tot en met het vierde kwartaal in sommige gevallen substantieel lager zullen uitkomen dan in de vergelijkbare periode van 2019.

Meer expliciet zal dit betekenen dat omzet/resultaat in Q2 2020 in enkele gevallen zelfs kunnen marginaliseren. De vijf minder gevoelige participaties in portefeuille, goed voor een gezamenlijke portefeuille-weging van ruim 55%, bieden echter een behoorlijke compensatie voor de voorziene teruggang bij de overige zeven participaties. Omdat onze participaties in de portefeuille alle (niche) marktleider in hun bedrijfssegment zijn, uitstekend zijn gekapitaliseerd én een bewezen concurrentiekracht en innovatievermogen hebben, voorzien wij een snel en krachtig herstel in de periode na covid-19. Daarbij zal ook een groter marktaandeel (vanwege uitgeschakelde/failliete concurrenten) een ondersteunende rol spelen.

Op basis van *base-case* winst- en dividendtaxaties noteert onze portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2020 van 11,7 en een gewogen dividendrendement 2020 van 5,9%.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 13 juli 2020