

MAANDBERICHT OVER MAART 2020

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt leed forse verliezen in de maand maart. De AEX-Index daalde 10,2% naar 483,44, de Amsterdam Midkap Index verloor 21,0% op 666,10 en de Amsterdam SmallCap Index leverde 30,3% in op 666,89.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in maart met 20,2% van € 54,40 naar € 43,41. Over de eerste drie maanden van 2020 werd een totaal beleggingsresultaat van -24,5% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 april 2020 bedroeg € 76,7 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 75,1 miljoen was belegd in 13 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind maart 2,1% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 43,62
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 43,41
Fondsvermogen	€ 76.731.643
Aantal uitstaande aandelen	1.767.695

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	-24,49	+106,48
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	-19,69	+50,23
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	-26,77	+38,02
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	-34,98	+45,91

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/3/2020

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/3/2020)

Peildatum: 31/3/2020

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	89.1%	8.1%	-8.8%	-13.0%
2. BE Semiconductor Ind.	17.2%	-3.2%	-19.3%	-20.8%
3. Flow Traders	10.8%	13.5%	26.6%	25.7%
4. Sif Group	-5.1%	-27.2%	-23.9%	-27.6%
5. Acomo	-17.2%	-18.4%	-21.9%	-17.6%
6. Nedap	-25.5%	-20.7%	-25.8%	-23.7%
7. Aalberts	-29.8%	-40.5%	-45.9%	-35.9%
8. Hunter Douglas	-31.4%	-31.2%	-29.3%	-23.8%
9. TKH Group	-39.6%	-44.5%	-49.1%	-38.0%
10. Basic Fit	-49.3%	-47.1%	-55.0%	-49.9%
11. Kendrion	-50.1%	-46.7%	-53.1%	-45.8%
12. Lucas Bols	-51.9%	-45.4%	-45.2%	-36.4%
13. Neways Electronics Int.	-55.9%	-46.7%	-43.8%	-28.2%

- 1) In maart realiseerde 1 van de 13 participaties (= 8%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 3 van de 14 participaties (= 23%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Flow Traders** uitzonderlijk in de portefeuille. De enorme koersvolatiliteit en handelsvolumes op de beurzen zijn ideaal voor het bedrijfsmodel van Flow Traders, de verwachting is dan ook dat in het eerste kwartaal een nieuwe recordwinst zal worden behaald;
- 3) **Basic-Fit** was de zwakst presterende participatie in maart. We hebben gebruik gemaakt van de enorme koersdaling om Basic-Fit als nieuwe participatie, met nog een beperkte weging, op te nemen in de portefeuille. De koersdaling was het gevolg van de lockdown die ingevoerd werd in de landen waar Basic-Fit actief is, hierdoor moest Basic-Fit haar sportscholen tijdelijk sluiten.

Bedrijfsnieuws

ASM International – nieuwe CEO

Bedragen in € miljoen	2019	2018	% change	H1 2020 ^e	H1 2019	%-change
Omzet	1.125,3	818,1	+38	660*	509	+30
Bedrijfsresultaat	219,7	124,3	+77	149**	78,0	+91
<i>Brutomarge</i>	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

ASM International, toonaangevend producent van *front-end* machines voor de halfgeleiderindustrie, draagt de heer Benjamin Loh voor als nieuwe CEO, President en Voorzitter van de Management Board als opvolger van Chuck del Prado. Benjamin Loh heeft de Singaporese nationaliteit en een ruime ervaring in de *high tech* industrie. Hij was eerder werkzaam bij onder andere Oerlikon Corporation, Veeco Instruments, FEI Company en laatstelijk bij VAT Vacuum Valves in Zwitserland.

Daarnaast bekleedt de heer Loh non-executive directeurschappen bij verschillende ondernemingen en zat hij in de adviesraad van Semi China. Benjamin Loh zal op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van 18 mei aanstaande worden voorgedragen voor benoeming voor een periode van vier jaar.

Vorige maand meldde ASMI recordcijfers over boekjaar 2019. De omzet steeg 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 Q4 2019 toen de EBIT-marge aangepast voor eenmalige kosten op 23,6% uitkwam, waar die in 2018 slechts op 15,2% lag. De genormaliseerde nettowinst (exclusief arbitragezaak) kwam 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.

Deze 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%.

Bovendien 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, wat in H1 2020 niet anders zal zijn.

De verwachting is dat als de nieuwe fabriek in Singapore vanaf H2 2020 volledig operationeel is, de productiecapaciteit van ASMI viermaal zo hoog zal zijn dan in 2019. De verhoogde productiecapaciteit geeft aan dat het management een zeer 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. Vooralsnog gaan wij ervan uit dat COVID-19 een beperkt effect heeft op de resultaten van ASMI. Er zal waarschijnlijk omzet verplaatst gaan worden van Q2 naar Q3 vanwege vertragingen in de *supply chain*.

ASMI behaalt haar omzet voor een groot deel uit machines die bestemd zijn voor de nieuwe generatie chips. De productieplanning hiervan wordt minder beïnvloed door korte termijn economische gebeurtenissen.

Daarnaast bevindt de productieketen voor halfgeleiders zich voor een groot deel in Azië waar de COVID-19 uitbraak tot nu toe effectief is bestreden en waar de meeste fabrieken inmiddels weer op volle capaciteit draaien.

In weerwil van de hoge investeringen in de nieuwe productiefaciliteit en in R&D had ASMI aan het einde van boekjaar 2019 bijna € 500 miljoen in kas. De schuldenvrije onderneming heeft daarom wederom besloten om een nieuw aandeleninkoopprogramma te starten van € 100 miljoen en het reguliere dividend met 50% te verhogen.

Inclusief de extra uitkering zal ASMI over boekjaar 2019 € 3,00 per aandeel aan dividend uitkeren. Sinds 2011 heeft ASMI € 2 miljard kapitaal teruggegeven aan aandeelhouders, waarvan € 1 miljard in de afgelopen drie jaar.

Voor 2020 verwachten wij een winst per aandeel van circa € 6,00, waarbij een herstel van de resultaten van ASM PT in H2 2020 een extra impuls kunnen geven. Tegen de huidige beurskoers van € 100,- wordt 16,6x de verwachte winst 2020 voor de aandelen ASMI betaald en bedraagt het reguliere dividendrendement 1,5%. De som-der-delen bedraagt op dit moment circa € 120,- per aandeel.

Flow Traders – op weg naar recordwinsten

Bedragen in € miljoen	Q1 2020 ^e	Q1 2018	% change	2019	2018	% change
Netto handelsinkomsten	350	213,2	+64	216,4	383,4	-44
- EMEA		49,5		138,1	153,8	-10
- Americas		152,7		47,6	189,3	-75
- APAC		11,0		30,7	40,3	-24
EBITDA	225	133,9	+68	78,9	199,8	-61
Nettowinst	175	109,7	+60	53,1	160,9	-67
Winst per aandeel (€)	3,75	2,36	+59	1,15	3,46	-67

Flow Traders, wereldwijd liquiditeitsverschaffer in ETPs op financiële markten, was in 2019 de minst presterende participatie in onze portefeuille. Het boekjaar 2019 werd afgesloten met een negatief rendement van 18,4%. Die prestatie stond in schril contrast met de performance van het jaar ervoor: in 2018 presteerde Flow Traders het best in onze portefeuille met een rendementsbijdrage van +4,7% punt, terwijl de overige deelnemingen toen stuk voor stuk een negatief resultaat moesten overleggen.

Het verdienmodel van Flow Traders is in die zin onderscheidend dat de handelsteams van deze Fintech-onderneming in tijden van sterke koersvolatiliteit optimaal kunnen inspelen op de koersverschillen tussen enerzijds de verhandelde ETPs en anderzijds de onderliggende waarden in de verschillende mandjes waaruit de ETP is samengesteld.

De uitbraak van het coronavirus heeft de afgelopen twee maanden tot een extreme stijging van deze koersvolatiliteit geleid. Anders dan in vorige volatiele periodes, zoals september 2015 (Chinese groeiangst), juni 2016 (brexit) of februari 2018 (handelsconflict tussen VS en China), beperkt de extreem hoge volatiliteit – met de VIX-Index die recordniveaus van boven 80 aantikt – zich ditmaal niet tot enkele handelssessies, maar over een langere periode van enkele weken.

Dit betekent dat wij in een vroeg stadium van het jaar onze winsttaxaties scherp opwaarts moeten bijstellen. In bovenstaande opstelling hebben wij de prognose voor Q1 2020 naast die van het vorige recordkwartaal Q1 2018 gezet. De verwachte sterke stijging van de netto handelsinkomsten leidt naar onze verwachting tot een netto resultaat dat ruim 50% hoger kan uitkomen dan dat van twee jaar geleden.

Flow Traders zal de resultaten over Q1 2020 op dinsdag 21 april a.s. rapporteren. Indien deze resultaten conform onze verwachting zijn, ligt een winst per aandeel voor geheel 2020 van € 5,50 – 6,00 in de lijn der verwachting.

De huidige beurskoers van € 29,- impliceert dat thans slechts 5,0x 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 ruim 16% 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 sprake van een substantiële onderwaardering van het aandeel.

Vandaar dat wij ervoor opteren om de weging van het aandeel in de portefeuille vooralsnog te handhaven in de bandbreedte 15% tot maximaal 20%. Op deze wijze kan onze participatie in Flow Traders optimaal fungeren als ‘*hedge*’ in de zware tijden die de andere participaties momenteel doormaken.

Hunter Douglas – recordcijfers 2019

Bedragen in US\$ miljoen	H2 2019	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	1.962,7	1.841,3	+7	1.723,6	1.792,6	-4
EBITDA	275,0	228,4	+20	228,4	211,7	+8
<i>EBITDA-marge</i>	<i>14,0%</i>	<i>12,4%</i>		<i>13,3%</i>	<i>11,8%</i>	
Nettowinst	152,5	137,8	+11	125,1	122,7	+2
Winst per aandeel (€)	3,95	3,42	+15	3,17	2,93	+8

Hunter Douglas, wereldmarktleider in de productie en verkoop van raambekleding en een prominent aanbieder van architectonische producten, heeft over 2019 een recordomzet en recordwinst gerealiseerd. Niettemin was het management niet helemaal tevreden over de geboekte progressie.

In Noord-Amerika (51% van de omzet) zorgde de implementatie van ERP-systeem One Hunter Douglas in Q3 2019 voor een terugval in omzet en resultaten die pas vanaf november weer normaliseerde.

Ook dochtermaatschappij Levolor kende problemen: er was een sterke loonstijging bij de productievestiging in Mexico die voor margedruk zorgde, terwijl de belangrijkste afnemer – Lowes – niet optimaal kon worden beleverd door *supply chain* problemen.

In Europa (38% van de omzet) werd op jaarbasis een volumegroei van 2% gerealiseerd, hetgeen met name voor rekening van de kernmarkten Benelux, Duitsland, Scandinavië en Frankrijk kwam. Hier was het Verenigd Koninkrijk een dissonant met een duidelijke omzetverzwakking in H2 2019, ook bij de succesvolle Hillarys-formule.

De *online business* groeide in Europa sterk door. In de kleinere markten kende Azië een tegenvallend jaar met uitstel van enkele grotere projecten; deze zouden met vertraging in het lopende boekjaar alsnog voor omzet kunnen zorgen.

In Latijns Amerika meldde Hunter Douglas enig herstel in de grootste markt Brazilië. Overigens blijven de marktomstandigheden op dit continent onverminderd uitdagend. In Australië werd in H2 2019 hinder ondervonden van

de bosbranden. Hunter Douglas realiseerde vorig jaar een operationele cashflow van US\$ 546 miljoen, een stijging van 34% in vergelijking met 2018 (US\$ 406 miljoen). Ruim 80% van deze stijging, te weten US\$ 114 miljoen, werd gerealiseerd bij de verkoop van de Metaaldivisie waardoor US\$ 114 miljoen werkkapitaal kon worden vrijgespeeld. Omdat Hunter Douglas minder investeerde (US\$ 125 miljoen) dan het bedrag aan afschrijvingen (US\$ 141 miljoen) en dit ook voornemens is in het lopende boekjaar (begrote investeringen: US\$ 100 miljoen versus verwachte afschrijvingen US\$ 140 miljoen), is de financiële positie van de Groep als ijzersterk te kwalificeren. De Nettoschuld/EBITDA ratio was ultimo vorig jaar 1,2 inclusief de op de balans opgenomen leaseverplichtingen.

Ten aanzien van de vooruitzichten voor het lopende boekjaar beperkte het management zich tot de constatering dat deze onzeker zijn als gevolg van de uitbraak van het coronavirus. Nu de belangrijkste afzetmarkten van Hunter Douglas sinds de derde week van maart feitelijk op slot zitten, is het evident dat omzet en resultaat in 2020 significant lager zullen uitkomen. Wij gaan voorsnog uit van een halvering van het resultaat in vergelijking met 2019, waarbij de aantekening dat het vierde kwartaal van het boekjaar doorgaans het belangrijkste is voor de onderneming.

Gezien de zeer sterke markt- en financiële positie van Hunter Douglas, voorzien wij volgend jaar een krachtig omzet- en winstherstel in de richting van de niveaus van 2019.

Op basis van onze conservatieve 2020 prognose van de winst per aandeel van € 3,50, noteren de aandelen bij de huidige beurskoers van € 40,- tegen 11,4x de getaxeerde winst. Uitgaande van een gelijkblijvende pay-out ratio van ruim 29% bedraagt het getaxeerde dividendrendement 2,6%.

Opvallend is voorts dat de huidige beurskoers een discount van 13% impliceert ten opzichte van de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel van circa € 46,- per ultimo 2019.

Wij zijn vol vertrouwen dat omzet en nettowinst volgend jaar kunnen terugkeren naar normale niveaus. Bij een winst per aandeel van 7 euro voor 2021 noteren de aandelen Hunter Douglas alsdan tegen 5,8x de getaxeerde winst, hetgeen overeenkomt met een *earnings yield* van maar liefst ruim 17%.

Nedap – jaarcijfers 2019

Bedragen in € miljoen	H2 2019	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	97,3	94,7	+3	94,2	96,7	-3
Wederkerende omzet	23,3	19,3	+21	21,3	17,9	+19
Bedrijfsresultaat	9,4	9,4	0	8,1	10,0	-19
<i>Operationele marge</i>	9,7%	9,9%		8,6%	10,4%	
Nettowinst*	7,5	8,3	-10	6,7	8,8	-23
Winst per aandeel (€)*	1,16	1,29	-10	1,04	1,37	-24

*) Nettowinst en winst per aandeel exclusief boekwinst van € 9,9 miljoen (€ 1,29 per aandeel)

2019 was een taai jaar voor technologiebedrijf Nedap. Gedurende het gehele jaar was er sprake van aanzienlijke volatiliteit in een aantal markten waarin de onderneming actief is. Dankzij het gevoerde beleid om in meerdere markten activiteiten te ontplooiën, is het gelukt om aanzienlijke omzettegenvallers toch op te vangen. Gezien de goede lange termijn groeiperspectieven van alle zeven marktgroepen heeft het management in 2019 onverkort vastgehouden aan de strategie om te investeren in het aantrekken en ontwikkelen van talentvolle medewerkers. Met de voortdurende investeringen in product vernieuwing en commerciële slagkracht is de concurrentiepositie van Nedap verder versterkt.

De belangrijkste marktgroepen vertoonden in 2019 de volgende ontwikkeling:

- De marktgroep *Healthcare* (automatisering van administratieve werkzaamheden van zorgprofessionals) heeft in 2019 een robuuste omzetgroei laten zien. In alle zorgmarkten (ouderen-, gehandicapten- en geestelijke gezondheidszorg) waar de marktgroep actief is, is vorig jaar het marktaandeel toegenomen. Inmiddels werken ruim een kwart miljoen zorgprofessionals met Nedap's gebruiksvriendelijke Ons softwareplatform. In 2019 werd de eerste grote GGZ-instelling als klant verwelkomd. Inmiddels hebben verschillende andere grote GGZ-instellingen een keuze voor Nedap uitgesproken en zullen in de komende jaren op Nedap overstappen. De vraag naar innovatieve oplossingen en inzet van moderne technologie ter ondersteuning van zorgprocessen

neemt de komende jaren in de verschillende zorgsectoren onverminderd toe. De marktgroep speelt daarop in en blijft investeren in het aantrekken van met name softwareontwikkelaars om haar leidende rol in de zorg verder te kunnen versterken. De marktgroep Healthcare verwacht dat de omzetgroei in 2020 kan worden voortgezet.

- De marktomstandigheden voor de marktgroep *Retail* (beveiligings-, beheers- en informatiesystemen voor de detailhandel) blijven uitdagend en volatiel. De vraag naar conventionele antiwinkeldiefstalsystemen blijft conform verwachting afnemen, de groei in op RFID gebaseerde oplossingen is echter nog niet voldoende om deze teruggang volledig op te vangen. Door gerichte marketingacties en het beschikbaar komen van nieuwe functionaliteiten op het !D Cloud platform is het aantal retailers dat heeft getekend voor de Nedap-oplossing voor voorraadbeheer weer hard gegroeid. Daarmee is !D Cloud wereldwijd het platform met de meeste aangesloten winkels. Na Europa begint ook het aantal retailers in Noord-Amerika dat voor !D Cloud kiest toe te nemen. De verwachting is dat de marktgroep Retail in 2020 een groei van de omzet weet te realiseren. Dit was de verwachting van de onderneming vóór de wereldwijde uitbraak van het coronavirus. Wij moeten nu uitgaan van een dalende omzet, waarbij !D Cloud wel verder aan populariteit zal gaan winnen en zorgen voor duurzame omzet voor de toekomst. !D Cloud laat groei zien op drie assen: meer klanten, bestaande klanten breiden uit en toevoeging van nieuwe functionaliteiten.
- De omzet van de marktgroep *Livestock Management* (automatisering van veehouderijprocessen op basis van individuele dieridentificatie) is in 2019 lager uitgekomen dan in het sterke jaar 2018. De wereldwijde Afrikaanse varkenspest epidemie heeft geleid tot een scherpe daling van het investeringsniveau in deze sector en daarmee tot een afname van de omzet van de marktgroep binnen de varkenshouderij. Op de lange termijn zijn de perspectieven in deze markt onverminderd positief en zal deze ziekte-uitbraak naar verwachting leiden tot een versnelling van de professionalisering in de markt waarvan Nedap kan profiteren. De marktgroep heeft de omzet op het gebied van melkveehouderij – na een hoge piek in 2018 – slechts beperkt zien dalen. Hoewel met name de ontwikkelingen in de varkenshouderij op dit moment moeilijk te voorspellen zijn, verwacht de marktgroep een hogere omzet in 2020. Belangrijke groeidrivers voor de marktgroep op de middellange termijn zijn de verdere professionalisering van de markt, schaarste aan gekwalificeerde medewerkers, groei van de wereldbevolking en meer vraag naar dierlijke eiwitten.

Het balanstotaal steeg per ultimo 2019 naar € 120,5 miljoen (ult 2018: € 115,4 miljoen), met name door een toename van liquide middelen. De voorraden zijn met een kwart gedaald. Er zijn minder buffervoorraden nodig nu de heringerichte *supply chain* steeds beter functioneert en de samenwerking met de ketenpartners goed verloopt. Daarnaast zijn ook de wereldwijde tekorten op het gebied van componenten afgenomen. In H1 2019 heeft Nedap een nieuwe 7-jarige kredietovereenkomst afgesloten. De looptijd van de financiering is verlengd tot april 2026, waarbij verbeterde tarieven overeengekomen zijn. De gecommitteerde faciliteiten hebben een totale omvang van € 44 miljoen. De netto schuldpositie is als gevolg van de afbouw van voorraden en de verkoop van Nedap France (opbrengst: € 14 miljoen, boekwinst: € 9,9 miljoen) een surplus. De netto schuld/EBITDA bedroeg -0,2 per ultimo 2019 (ultimo 2018: 0,6). De solvabiliteit bedroeg eind vorig jaar 61% tegen 56% een jaar eerder.

Nedap ziet de toekomst met vertrouwen tegemoet en voorziet op langere termijn een gezonde groei. Op basis hiervan verwacht het management, bijzondere omstandigheden voorbehouden, een stijging van de omzet in 2020. Deze prognose deed Nedap bij de presentatie van de jaarcijfers op 20 februari jl. De uitbraak van het coronavirus zal naar verwachting een behoorlijke druk op de omzet in de komende kwartalen geven. Vooralsnog menen wij dat deze bij de huidige aannames tot een eenmalige omzet- en winstdaling van 20-25% zou kunnen leiden.

Tegen de huidige beurskoers van € 33,- wordt alsdan 20x de verwachte lagere winst 2020 voor de aandelen Nedap betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 80% bedraagt het dividendrendement in dit scenario 4%.

TKH Group – jaarcijfers 2019

Bedragen in € miljoen	H2 2019	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	736,4	729,8	+1	753,2	728,0	+3
EBITA	94,9	89,9	+6	77,6	85,1	-9
Nettowinst	59,4	59,2	0	45,9	55,0	-17
Return on Sales (ROS)	12,9%	12,3%		10,3%	11,7%	
Winst per aandeel (€)	1,63	1,27	+28	1,09	1,31	-17

Voor technologiebedrijf TKH Group was 2019 een turbulent jaar door de geopolitieke en maatschappelijke ontwikkelingen die hebben geleid tot terughoudendheid in investeringen in een aantal marktsectoren. Goede voortgang werd geboekt met het strategische transformatieprogramma *Simplify & Accelerate*. TKH is nu beter gepositioneerd om schaalvoordelen en synergiën uit te nutten.

Ook is de Group goed op weg om de rendementsdoelstellingen te realiseren en de waardecreatie naar een hoger niveau te tillen. De gerealiseerde ROS kwam in H2 2019 uit op 12,9%, ondanks de tegenwind in een aantal eindmarkten en beweegt zich daarmee goed in de richting van het medio 2019 aangescherpte doel van een ROS van tenminste 15%. De macro-economische onzekerheden zijn in de laatste maanden toegenomen. De impact van het coronavirus leek ten tijde van publicatie van de jaarcijfers (5 maart 2020) nog beperkt. Dit geldt eveneens voor de stikstof- en PFAS-crisis in Nederland en mogelijke internationale handelsbelemmeringen. Eventuele toekomstige gevolgen blijven lastig in te schatten. De escalatie van de corona-uitbraak heeft ertoe geleid dat verschillende eindklanten hun fabrieken tijdelijk hebben moeten sluiten, hetgeen een impact zal hebben op de resultaten van de Groep. De orderportefeuille biedt evenwel een sterke basis voor verdere waardecreatie waardoor TKH goed gepositioneerd is voor de middellange termijn.

In het afgelopen jaar is een belangrijke stap gezet met de introductie van het *Simplify & Accelerate* programma. De executie heeft hoge prioriteit en het programma wordt breed gedragen binnen de organisatie. Het desinvesteren van activiteiten met een beperkt autonoom groeipotentieel ligt op schema. Inmiddels is reeds € 250 miljoen van de beoogde € 300 – 350 miljoen omzet aan desinvesteringen gerealiseerd. Verder is het aantal werkmaatschappijen gereduceerd door integratie met focus op schaalgroottevoordelen. Dit leidt tot een vereenvoudigde organisatiestructuur met minder bedrijven en focus op activiteiten met een hoger waardecreatie-potentieel. In 2019 heeft de executie van het programma geleid tot eenmalige lasten van € 18,3 miljoen en bijzondere waardeverminderingen van € 5,0 miljoen. Deze lasten hadden met name betrekking op:

- Het voorgenomen besluit tot verplaatsing van de kabelproductie in Ittervoort naar Haaksbergen en het beëindigen van slecht renderende activiteiten van het industriële connectivity-portfolio;
- Integratie van security-activiteiten en portfolio onder de merknaam TKH Security, samenvoeging van de activiteiten in Singapore en de integratie van de Parking-activiteiten en -portfolio;
- Afbouw van de Nederlandse systeemintegratie-activiteiten;
- Integratie van 2D-visionactiviteiten en –portfolio en verdere commerciële samenwerking tussen 2D- en 3D-Vision;
- Doorvoeren van kostenbesparingen in de Franse en Duitse Building connectivity-activiteiten;
- Integratie van de TKH Airport Solutions organisaties in Nederland, Duitsland en Denemarken;
- Integratie van Ognios (mission critical communication) in de Command-organisatie;
- Kosten voor de desinvestering van de Chinese werkmaatschappij ZTC, producent van koperen datacommunicatiekabels;
- Kosten voor de acquisitie van Command AG, ParkEyes, SVS-Vistek en FocalSpec.

Deze integratieprojecten en rendementsverbeteringen zullen vanaf 2021 een jaarlijks positief effect op het resultaat van naar verwachting € 7 – 8 miljoen sorteren. Hiervan zal circa € 5 miljoen worden gerealiseerd in het lopende boekjaar. Ook de innovaties van TKH, met een aandeel van 20,5% van de omzet, hebben in 2019 een goede voortgang laten

zien zowel op technologisch gebied als qua marktpenetratie. Belangrijke nieuwe ontwikkelingen zijn innovaties op het gebied van Machine Vision voor 5G-smartphones productiesystemen, de UNIXX-bandenbouwtechnologie, subsea-kabelsystemen en de CEDD/AGL-connectivity technologie. De introducties en verworven opdrachten bieden een sterke basis voor groei en verdere waardecreatie.

Ten aanzien van de vooruitzichten voor boekjaar 2020 verwacht het management, onvoorziene omstandigheden voorbehouden (waaronder escalatie van de corona-crisis), per business segment de volgende ontwikkelingen:

- **Telecom Solutions:** De investeringen in glasvezelnetwerken in Europa zullen naar verwachting verder toenemen. Doordat TKH een goede marktpositie heeft in Europa en heeft geïnvesteerd in capaciteitsuitbreidingen, wordt verwacht groei te kunnen realiseren. De huidige overcapaciteit in de Chinese markt kan zich vertalen in magedruk, maar TKH verwacht dit op te vangen door een betere productmix.
- **Building Solutions:** Binnen Machine Vision is nog steeds sprake van terughoudendheid in investeringen bij producenten van consumentenelektronica en binnen de automotive sector door macro-economische onzekerheden. Desalniettemin wordt gerekend op groei door de verdere uitrol van een nieuw portfolio en door de bijdrage van de acquisities in 2019. Daarnaast verwacht TKH groei binnen Parking door een aantal grotere projecten die in de pijplijn zitten. Binnen Marine & Offshore wordt voor de subsea-kabelsystemen groei verwacht op basis van orderintake en lopende tenders en zal de productie worden opgeschaald. Dit zal resulteren in een hogere dekkingsgraad en dus verbetering van het resultaat. Binnen Tunnel & Infra neemt de vraag vanuit de energiesector voor kabelsystemen verder toe, waardoor de omzet verder zal groeien. Ook met het AGL-portfolio voor vliegvelden zal een groei worden gerealiseerd, waarbij het aandeel in de onderscheidende CEDD-technologie zal toenemen. In de overige activiteiten binnen Building Solutions wordt een verbetering van het resultaat verwacht vanwege de effecten van het *Simplify & Accelerate* programma.
- **Industrial Solutions:** Binnen de industriële sector is terughoudendheid voor investeringen waar te nemen bij met name de Duitse machinebouwers en in de robotindustrie, mede vanwege de ontwikkelingen in de automotive industrie. Een daling van de omzet voor industriële connectivity-systemen zal hierdoor aan de orde zijn, mede door een gerichte beëindiging van een deel van het portfolio. Binnen Tire Building daalde de orderintake gedurende H2 2019, door terughoudendheid voor investeringen als gevolg van de lastige situatie waarin de automotive industrie zich bevindt. Hierdoor wordt binnen dit segment een daling verwacht van zowel omzet als resultaat.

Zoals gebruikelijk zal TKH bij de presentatie van de halfjaarcijfers aanstaande augustus een concrete verwachting uitspreken voor de winst voor geheel 2020.

Gezien de verdere verspreiding van het corona-virus sinds de publicatie van de jaarcijfers van TKH, lijkt het onvermijdelijk dat de Groep in 2020 met lagere omzetten en een daling van het netto resultaat zal worden geconfronteerd. Echter, wij vermoeden dat de strategische en financiële uitgangspositie van TKH Group zodanig sterk is, dat zodra de periode van gedwongen *lock down* van veel bedrijfstakken voorbij is, omzet en resultaat weer kunnen terugkeren naar het niveau van 2019. Tegen de huidige beurskoers van € 26,- wordt alsdan slechts 9,6x de winst voor de aandelen TKH betaald en bedraagt het dividendrendement 5,8%.

Neways Electronics International – jaarcijfers 2019

Bedragen in € miljoen	H2 2019	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	267,2	259,8	+3	264,5	247,0	+7
EBIT	6,6	10,5	-37	8,5	10,5	-19
EBIT-marge	2,5%	4,0%		3,2%	4,3%	
Nettowinst	3,4	7,6	-55	5,1	6,8	-25
Winst per aandeel (€)	0,28	0,63	-56	0,42	0,57	-26

Neways Electronics International, de vierde grootste speler op de Europese Electronic Manufacturing Services (EMS) markt, rapporteerde de cijfers over boekjaar 2019 die in lijn lagen met de laatste, neerwaarts aangepaste prognose van begin januari van dit jaar.

De netto omzet steeg per saldo met 4,9% naar € 531,7 miljoen, gedreven door een sterke vraag vanuit Automotive (met name e-mobility). Het bedrijfsresultaat daalde met 28% van € 21,0 miljoen naar € 15,1 miljoen. Deze daling was het gevolg van de extra inspanning die moest worden gedaan voor de aanloop van nieuwe projecten en om aan de sterke volatiliteit in de klantenvraag te kunnen voldoen. Door deze twee ontwikkelingen bleef de productiviteit achter, waardoor de personeelskosten ten opzichte van de brutomarge stegen van 68,6% naar 70,2% in 2019.

Vooraf in Q4 2019 zijn er materiële kostenreducties doorgevoerd, onder meer door een versnelde afbouw van de flexibele schil van medewerkers teneinde de productiviteit te verbeteren. Positief was de significante verbetering van de netto kasstroom van min € 4,5 miljoen in 2018 naar € 16,4 miljoen in 2019 door een sterke voorraadreductie.

De eind 2019 aangetreden nieuwe CEO Eric Stodel was in zijn begeleidend commentaar bij de cijfers duidelijk over de prioriteiten in boekjaar 2020: '2019 heeft een gezonde omzetgroei laten zien, maar tegelijk ook aangetoond dat dit gepaard kan gaan met sterke fluctuaties in de vraag. Dit stelt hoge eisen aan onze interne organisatie en bedrijfsprocessen. Ondanks alle inspanningen is Neways er in 2019 niet in geslaagd om de omzetgroei ook om te zetten in een gezonde winstgroei. De prioriteiten voor 2020 zijn daarom het vergroten van de productiviteit en flexibiliteit, het positioneren van technologische oplossingen met een hogere toegevoegde waarde en het maken van betere afspraken met klanten teneinde de operationele en financiële performance van Neways robuuster te maken en structureel naar een hoger niveau te tillen. Bij de start van 2020 is de orderportefeuille goed gevuld en laat een goede spreiding zien over de voor Neways belangrijke sectoren zoals de automobiemarkt (inclusief e-mobility), gezondheidszorg, halfgeleiderindustrie, industriële automatisering, power & energy en agri-business.'

Bij de presentatie van de jaarcijfers gaf Neways als prognose voor 2020 een stabiele omzet ten opzichte van 2019 en een hoger operationeel resultaat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. De inmiddels uitgebroken coronaviruspandemie heeft evenwel de externe omstandigheden danig verslechtert. Neways speelt hier al deels op in doordat het werktijdverkortings heeft verkregen voor 100 – 200 medewerkers van Neways Riesa.

Het lijkt echter evident dat de onderneming in Q2 en Q3 2020 met omzetzakking en capaciteitsonderbezetting zal worden geconfronteerd. Derhalve taxeren wij tentatief een 75% lager resultaat voor het lopende boekjaar.

Zodra de externe omstandigheden weer zijn genormaliseerd, lijkt Neways goed in staat te zijn om een winst per aandeel van € 1,25 - € 1,50 te realiseren. Tegen de huidige beurskoers van € 6,- noteren de aandelen alsdan circa 4x de getaxeerde winst en 32% beneden de zichtbare intrinsieke waarde van € 8,83 per aandeel.

Sif Group – verbetering in H2 2019

Bedragen in € miljoen	H2 2019	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Contributie	56,0	28,7	+95	45,5	45,6	-0,2
EBITDA	13,6	-0,7		12,8	14,0	-9
Nettowinst	2,94	-6,45		2,56	4,35	-41
Productie in kiloton	91	57	+60	94	81	+16
Winst per aandeel (€)	0,12	- 0,25		0,10	0,17	-41

Sif Group, marktleider in stalen funderingen voor de offshore windindustrie, rapporteerde cijfers over H2 2019 die conform de eerder geuite prognose waren. Gedurende het boekjaar werd een geleidelijke verbetering van de productieplanning zichtbaar die zich direct vertaalde in een verbeterde procesefficiency en kostencontrole. Met name in Q4 2019 was deze ontwikkeling zichtbaar. Hoewel deze verbetering deels was toe te schrijven aan het aflopen van een aantal minder winstgevendende projecten waarbij tegenvallers gedurende de projectfase werden genomen, worden meevallers pas aan het einde van het project ingeboekt. Uiteindelijk werd hierdoor een stijging van het netto resultaat van € 7,6 miljoen gerealiseerd.

Sif investeerde vorig jaar een bedrag van € 6 miljoen in coating faciliteiten en € 9 miljoen in capaciteitsuitbreiding. Het orderboek voor 2020 en verdere jaren staat momenteel op circa 270 Kiloton. Hiervan is 170 Kiloton gepland voor het lopende boekjaar. CEO Fred van Beers gaat ervan uit dat het orderboek de komende periode nog kan worden aangevuld zodat het productievolume uiteindelijk rond het niveau van 2019 kan uitkomen. Omdat de aangenomen projecten van betere kwaliteit zijn dan die uit 2019 en de voorziene productiespreiding beter in balans is, voorziet Van Beers een duidelijk hogere EBITDA in vergelijking met 2019. Daarbij gaat hij uit van een capex-niveau van circa € 10 tot 12 miljoen.

Vooralsnog verwacht Sif geen nadelige invloeden vanuit de coronavirus-epidemie. Slechts de levering van staal uit Duitsland en van flenzen uit Spanje en Korea zou vertraging kunnen ondervinden. Wij gaan vooralsnog uit van een getaxeerde winst per aandeel van € 0,75 (2019: € 0,22). Tegen de huidige sterk gedaalde beurskoers van € 8,- wordt derhalve 10,7x de getaxeerde winst voor de aandelen Sif Group betaald. Omdat de vooruitzichten voor een aanhoudend sterke groei van de wereldwijde offshore windmarkt intact zijn, en een verder omzet- en resultatenherstel van Sif in 2021 en verdere jaren opportuun lijkt, achten wij deze waardering uiterst aantrekkelijk.

Aalberts – jaarcijfers 2019

Bedragen in € miljoen	H2 2019	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	1.405	1.372	+2	1.436	1.387	+4
EBITA	175,5	186,3	-6	187,5	179,2	+5
EBITA-marge	12,5%	13,6%		13,1%	12,9%	
Nettowinst	129,2	127,1	+2	137,8	130,2	+6
Winst per aandeel (€)	1,17	1,31	-11	1,25	1,18	+6

Industrieel toeleverancier Aalberts meldde tegenvallende cijfers over H2 2019. Gedurende deze periode werd de onderneming geconfronteerd met uitdagende marktomstandigheden, in het bijzonder in de sectoren Automotive en Industrieel. Daarbij speelden tevens onzekerheden in de markt, uitstel van opdrachten en voorraadafbouw bij eindklanten een rol. Niettemin wist Aalberts over geheel 2019 toch groei te realiseren, waarbij vooral op innovaties gerichte productoplossingen zich wisten te onderscheiden, onder andere in de eindmarkten van eco-friendly buildings, duurzaam transport en semicon efficiency.

Aalberts is wereldwijd actief op de gebieden Installatietechniek, Materiaal-technologie, Klimaatregeling en Industriële toelieferingen. Op de Capital Markets Day in december vorig jaar presenteerde het management haar strategie *Focused Acceleration* voor de periode 2020 – 2022. 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 (2019: € 2,84 miljard) en nettowinst (2019: € 267 miljoen) verder te laten groeien, waarbij de volgende actiepunten gelden:

- 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 aankopen 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.

Ofschoon de jaarcijfers 2019 achterbleven bij de marktverwachting, blijft het Aalberts-management onverkort vasthouden aan de uitgezette strategie. Ter ondersteuning van het vertrouwen werd de pay-out ratio (het percentage van de nettowinst dat als dividend wordt uitgekeerd) verhoogd van 30% naar 33%.

De onderneming heeft zich nog niet in concrete zin geuit over de implicaties van het coronavirus op omzet en nettowinst in het lopende boekjaar. Wij vermoeden dat dit op de aanstaande Algemene Vergadering van Aandeelhouders van 25 juni zeker aan de orde zal komen. Wij houden rekening met een substantieel lagere omzet en resultaat in 2020, maar benadrukken dat deze daling naar alle waarschijnlijkheid zal worden gevolgd door een krachtig herstel in 2021.

Wij menen dat Aalberts in staat moet zijn om volgend jaar weer een resultaat in de orde van grootte van dat van 2019 te realiseren, te weten € 2,42 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 24,- wordt alsdan 9,9x de getaxeerde winst voor de aandelen Aalberts betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,3%.

Kendrion – jaarcijfers 2019

Bedragen in € miljoen	H2 2019	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	195,1	209,0	-7	217,3	239,6	-9
EBITDA	18,0	23,4	-23	25,4	35,1	-28
<i>EBITDA-marge</i>	9,2%	11,2%		11,7%	14,6%	
Nettowinst	2,3	6,8	-66	8,3	15,8	-47
Return on Invested Capital	7,1%	12,4%		8,7%	14,4%	
Winst per aandeel (€)*	-€ 0,03	-€ 0,15		0,62	1,18	-47

*) na buitengewone lasten

De jaarcijfers van Kendrion, wereldmarktleider in elektromagneten, reflecteerden de krimp in de automotive- en industriële markten gedurende 2019. De wereldwijde autoproduktie daalde vorig jaar met 6% en de Duitse PMI (Purchase Managers) Index tikte in september 2019 het laagste peil aan van de afgelopen tien jaar. Hierdoor stond de groepsomzet onder druk. Deze daalde op jaarbasis met 8% van € 448,6 miljoen naar € 412,4 miljoen. Kendrion reageerde op deze ontwikkeling door de interne organisatie verder te stroomlijnen. Hierdoor zijn bij aanvang van

boekjaar 2020 efficiencyverbeteringen ter waarde van € 5 miljoen gerealiseerd. Daarnaast werd strak op het werkkapitaal en beperkte investeringen gestuurd, hetgeen resulteerde in een sterke stijging van de vrije cashflow naar € 25,5 miljoen (2018: € 10,5 miljoen). Ondanks de uitdagende marktomstandigheden houdt CEO Joep van Beurden onverkort vast aan de uitgestippelde strategie. Dit betekent dat er gericht wordt geïnvesteerd in de focusmarkten Automotive, industriële remsystemen en China. En met succes: in Automotive werd het equivalent van € 320 miljoen aan *Lifetime Revenue* toegevoegd aan het orderboek, waar dit in 2018 een bedrag van € 340 miljoen betrof.

In China, waar meerdere projecten uit de orderportefeuille van start gingen met productie, werd een omzetgroei van 29% gerealiseerd. In het segment Industriële remsystemen was de overname van de Duitse remmenspecialist INTORQ GmbH, een hoogtepunt. Deze acquisitie werd op 8 januari jl. afgerond. Door deze overname verandert de omzetsamenstelling van Kendrion naar 55% Automotive en 45% Industrieel. Van de huidige groepsomzet heeft 80% het karakter van organische groei terwijl de resterende 20% is gericht op cashflow-generatie. In september van dit jaar zal Kendrion tijdens een nieuwe Capital Markets Day een strategische en financiële update geven van de 'nieuwe' organisatie.

Resumerend kan worden gesteld dat de middellange groeivoorzichten voor Kendrion zonder meer als goed zijn te kwalificeren. Er wordt geïnvesteerd in de groeimarkten China, Aces (Autonom, Connect, Elektrisch en Shared rijden) en Remmen/Robottechnologie. De fraaie toevoegingen aan het orderboek voor lange termijnprojecten bevestigen de gunstige ontwikkeling; de huidige omzetzaling is volledig te verklaren uit de slechte marktomstandigheden en is niet een Kendrion-specifiek probleem.

Zodra de automotive markt en de industrie in Duitsland weer aantrekken zal Kendrion volop profiteren, doordat voorraden die inmiddels zijn afgebouwd, weer moeten worden aangevuld. Dit gevoegd bij de geleidelijke *ramp up* van de vele nieuwe projecten levert een solide omzetprognose voor de middellange termijn op. Op basis van een eigen analyse verwachten wij voor 2024 een omzet van € 540 miljoen (2019: € 415 miljoen) met een EBITDA-marge van 15%. Het is echter evident dat 2020 een uitdagend jaar voor de Kendrion zal worden vanwege de groeiende negatieve impact van de coronacrisis. Vandaar dat wij voorlopig een bescheiden weging van 4% aanhouden in onze portefeuille.

Acomo – jaarcijfers 2019

Bedragen in € miljoen	H2 2019	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	355,2	364,3	-3	346,2	335,9	+3
EBITDA	28,1	25,3	+11	27,5	25,1	+10
<i>EBITDA-marge</i>	7,9%	6,9%		7,9%	7,5%	
Nettowinst	16,3	15,6	+4	15,8	15,5	+2
Winst per aandeel (€)	0,661	0,633	+4	0,640	0,630	+2
Dividend per aandeel (€)	0,70	0,60	+17	0,40	0,40	
Solvabiliteit	56,6%	54,2%		53,8%	51,9%	

Amsterdam Commodities (Acomo), handelsonderneming in specerijen, noten, eetbare zaden, thee en voedingsingrediënten, meldde een substantiële toename van de operationele winst over boekjaar 2019. Sterke handelsresultaten, verbeterde marges en goede prestaties van met name Catz International en de Europese eetbare zadenbusiness resulteerden in een toename van de EBITDA met 10% tot € 55,6 miljoen (2018: € 50,4 miljoen).

Het gerapporteerde resultaat is beïnvloed door IFRS16, niet-gerealiseerde vreemde valuta *hedge* resultaten en de kosten van strategische projecten. Exclusief deze effecten bedroeg de toename van de EBITDA 13%.

Blijvend lage marktprijsniveaus in een aantal belangrijke productgroepen gedurende 2019 resulteerden in aanhoudend uitdagende marktomstandigheden. Diverse geopolitieke ontwikkelingen wekken de indruk van blijvende invloed op vraag en aanbod in de markt te zijn. Ondanks deze handelsomstandigheden waren de prestaties in H2 2019 sterk, met een toename van de operationele winst met 16% dankzij goede handelsbeslissingen van de handelsteams.

De netto operationele kasstroom was sterk en nam toe tot € 59,8 miljoen, een verdrievoudiging ten opzichte van het voorgaande jaar als gevolg van het verbeterde operationele resultaat en efficiënt gebruik van het werkkapitaal. De

gemiddelde wisselkoers van de Euro/US \$ was vorig jaar 1,119 (2018: 1,181). De wisselkoersontwikkelingen hadden een positieve invloed op de omzet van + € 16,5 miljoen en op de nettowinst van + € 0,5 miljoen.

Group Managing Director Allard Goldschmeding gaf als toelichting op de cijfers: 'Met name H2 2019 was sterk, met goede marges en een efficiënte beheersing van de kasstromen. De marktprijzen voor een aantal van de belangrijkste productgroepen bleven laag als gevolg van goede oogsten. Ondanks de lagere prijsniveaus wisten onze teams de operationele winst substantieel te verhogen ten opzichte van het voorgaande jaar. Gedurende 2019 heeft de Groep geïnvesteerd in nieuwe apparatuur en competenties op het gebied van productiebehandeling, waardoor Acomo nog meer waarde kan toevoegen voor haar afnemers'. De Raad van Bestuur stelt een dividend voor van € 1,10 per aandeel (2018: € 1,00). Dit vertegenwoordigt een pay-out ratio van 85% van de winst per aandeel (2018: 79%).

Ten aanzien van de vooruitzichten voor boekjaar 2020 beperkt het management zich traditioneel tot algemene bewoordingen. 'Hoewel 2020 nog maar net van start is gegaan, zijn de activiteiten in het begin van het jaar over het algemeen in lijn met de tweede helft van 2019. Gezien de aard van de activiteiten van de Groep is het niet mogelijk om marktontwikkelingen of resultaten van de Groep te voorspellen. Acomo is er echter van overtuigd dat de inspanningen van de teams zullen blijven leiden tot goede resultaten voor de aandeelhouders. Het is nog te vroeg om in te kunnen schatten welke invloed de uitbraak van het coronavirus zal hebben op de handelsactiviteiten over 2020.'

Wij menen dat de coronaviruspandemie per saldo een beperkt negatieve invloed op de omzet en resultaten van Acomo zal hebben. Bij een afnemende eindvraag van consumenten kan zich in de resultaten een positief effect voordoen door grotere fluctuaties in de prijzen van soft commodities.

Wij taxeren tentatief een winst per aandeel 2020 van € 1,25 (2019: € 1,30). Tegen de huidige beurskoers van € 17,50 wordt 14x de verwachte winst voor de aandelen Acomo betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 80% bedraagt het getaxeerde dividend alsdan € 1,00 per aandeel, hetgeen resulteert in een dividendrendement van 5,7% .

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 april 2020 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Flow Traders	16,7%
ASM International	15,5%
BE Semiconductors	14,5%
Hunter Douglas	11,8%
Nedap	9,6%
TKH Group	5,8%
Sif Group	5,0%
Neways Electronics International	4,7%
Aalberts	4,7%
Kendrion	3,8%
Overige 3 participaties	5,9%
Liquiditeiten en overige	2,0%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Op vrijdag 14 februari 2020 noteerde het aandeel Add Value Fund tegen een beurskoers van € 61,48. Ruim een maand later, op donderdag 19 maart, staat de koers bijna 40% lager op € 37,31. Deze recorddaling in een kort tijdbestek is de weerspiegeling van de wereldwijde uitbraak van het coronavirus COVID-19 en de gevolgen ervan op de economische bedrijvigheid en resultaten van het bedrijfsleven.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vanzelfsprekend hebben wij de winst- en dividendtaxaties van de participaties in onze portefeuille langs de meetlat van de nieuwe realiteit gelegd. Daarbij gaan wij uit van een *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 voorkomende 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. Echter, wij voorzien ook herstel zodra de COVID-19 uitbraak zal zijn gestopt. 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 *worst-case* winst- en dividendtaxaties noteert onze portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2020 van 14,6 en een gewogen dividendrendement 2019 van 2,5%. En een *base-case* gewogen K/W-verhouding 2020 van 12,0 en een gewogen *base-case* dividendrendement 2019 van 2,9%.

Onder 'normale marktomstandigheden' zou onze portefeuille een gewogen K/W verhouding van 9,0 noteren met een gewogen dividendrendement van 4,9%.

Wij voorzien een geleidelijke terugkeer naar de waardering 'onder normale omstandigheden' zodra de COVID-19 uitbraak onder controle is gebracht.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 14 april 2020