

MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2018

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt sloot per saldo lager in de maand november. De AEX-Index steeg weliswaar met 0,5% naar 519,37, maar de Amsterdam Midkap Index leverde 5,1% in op 696,86 en de Amsterdam SmallCap Index verloor 1,9% op 915,36.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in november met 2,6% van € 47,38 naar € 46,16. Over de eerste elf maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van -15,5%.

Het fondsvermogen per 3 december 2018 bedroeg € 104,4 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 99,9 miljoen was belegd in 14 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind november 4,3% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 december 2018 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 45,92
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 46,16
Fondsvermogen	€ 104.366.146
Aantal uitstaande aandelen	2.261.109

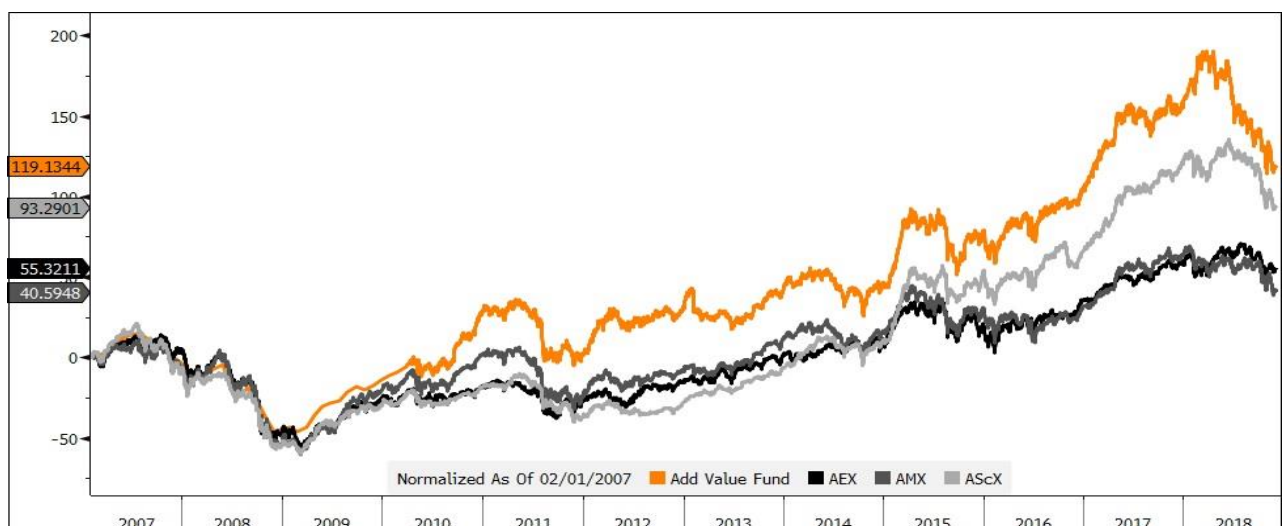
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+26,65	-15,49	+119,13
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	-1,38	+55,32
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-14,13	+40,59
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	-13,31	+93,29

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/11/2018

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/11/2018)

Peildatum: 30/11/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Flow Traders	+49,2	-24,4	+9,3	-2,2
2.	Nedap	+4,0	-3,5	-8,9	+2,8
3.	Hunter Douglas	-12,0	-11,0	-15,5	-1,7
4.	Lucas Bols	-13,3	-8,8	-5,3	+1,9
5.	TKH Group	-20,0	-22,1	-11,2	+0,3
6.	Sif Group	-21,3	-28,7	-23,4	-12,2
7.	Neways Electronics Int.	-25,6	-24,8	-22,3	-6,4
8.	Brunel International	-25,9	-30,7	-14,7	+0,5
9.	Aalberts Industries	-27,8	-26,0	-16,2	-4,6
10.	Acomo	-29,0	-25,8	-13,6	-6,7
11.	ASM International	-35,3	-24,6	-19,0	-1,1
12.	Koninklijke Brill	-43,1	-38,6	-23,5	-12,7
13.	BE Semiconductor Ind.	-44,5	-33,4	+2,4	+1,2
14.	Kendrion	-44,6	-37,1	-28,6	-15,1

- 1) In november realiseerden 5 van de 14 participaties (= 36%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 2 van de 14 participaties (= 14%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Accell Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Pon Holdings bouwde in de verslagmaand een belang van ruim 20% op in de fietsenfabrikant. Anderhalf jaar eerder liep een eerdere biedingspoging van Pon op Accell Group spaak. Wij hebben het belang in Accell Group, circa 1,3% van de portefeuille, in november verkocht tegen nagenoeg de door Pon Holdings geboden koers van € 19,-. Wij menen dat de waarde van Accell Group, gegeven de huidige dynamiek van de internationale fietsenbranche, daarmee voldoende is gereflecteerd;
- 3) **Kendrion**, **Koninklijke Brill** en **Sif Group** waren de zwakst presterende deelnemingen in november. Deze drie ondernemingen presenteerden tegenvallende derde kwartaalcijfers die in het vigerende zwakke beursklimaat tot relatief forse koersdepreciaties leidden.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas – sterke Q3 cijfers 2018

Bedragen in US\$ miljoen	Q3 2018	Q3 2017	% verandering	YTD 2018	YTD 2017	% verandering
Omzet	923,6	833,7	+11	2.716,2	2.346,5	+16
EBIT	90,7	73,6	+23	251,7	201,0	+25
EBIT-marge (%)	9,8	8,8	+100 bps	9,3	8,6	+70 bps
Nettowinst	59,0	45,7	+29	181,7	145,2	+25
Winst per aandeel (€)	1,45	1,11	+31	4,38	3,74	+17

Hunter Douglas, wereldmarktleider in de productie en verkoop van raambekleding, rapporteerde solide cijfers over Q3 2018. De *double digit* omzetgroei werd gedragen door de twee thuismarkten Noord-Amerika en Europa, tezamen goed voor 88% van de groepsomzet. In Noord-Amerika was er een zeer sterke volumestijging van 14%, met als positieve aantekening dat Levolor & Kirsch (L&K), leverancier aan het Big Box-marktsegment (Home Depot, Lowe's), qua winstgevendheid voor het eerst tevredenstellend presteerde.

Hunter Douglas heeft sinds de acquisitie in 2016 twee jaar nodig gehad om de slagkracht van L&K naar het gemiddelde groepsniveau te tillen. Hiervoor waren in 2017 en H1 2018 aanvullende investeringen en extra managementaandacht noodzakelijk. In Europa bedroeg de volumestijging 7%. Naast een mooie toename in het Verenigd Koninkrijk en de Benelux, presteerden ook Duitsland en Scandinavië naar behoren nadat deze markten in H1 2018 slechts een onveranderd resultaat ten opzichte van H1 2017 hadden geboekt. Er werd een eenmalige herstructureringslast van \$ 10,1 miljoen (Q3 2018: \$ 12,9 miljoen) genomen, ten behoeve van reorganisaties in Europa en Australië.

De belastingdruk steeg van 18,7% naar 23,4%, omdat de compensabele verliezen van de groep inmiddels nagenoeg zijn opgesoupeerd. Dit is ook de reden dat de stijging van de nettowinst over geheel 2018 naar verwachting wat lager zal zijn dan eerder werd verondersteld.

Wij gaan thans uit van een winst per aandeel 2018 van € 6,15 (2017: € 5,56), een toename van circa 11%. Voor het komende jaar taxeren wij een toename van circa 8% naar € 6,65, waarbij met name de vergelijkingsbasis in H2 2019 een pittige wordt gezien de sterke performance in H2 2018. Tegen de huidige beurskoers van € 57,- wordt slechts 8,6x de verwachte winst 2019 voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Bij een veronderstelde pay out-ratio van 34% komt het dividendrendement op 4,0%.

Nedap – Trading update en outlook 2018

Bedragen in € miljoen	FY 2017	FY 2018 (tax)	% verandering	FY 2019 (tax)	% verandering
Omzet	182,2	191,3	+5	205,0	+7
Recurring omzet	30,9	37,1	+20	44,0	+19
Bedrijfsresultaat (EBIT)	9,9	19,1	+92	21,5	+17
EBIT-marge (%)	5,4	10,0	+460 bps	10,5	+50 bps
Nettowinst	8,9	16,1	+81	17,8	+11
Winst per aandeel (€)	1,34	2,52	+88	2,78	+10
Dividend per aandeel (€)	2,50	2,30	-8	2,50	+9

Technologiebedrijf Nedap meldde dat op basis van de ontwikkelingen in de afgelopen maanden en de vooruitzichten tot het einde van het jaar de omzet in H2 2018 in lijn zal zijn met die van dezelfde periode van 2017. Hiermee zal de omzet voor het gehele jaar 2018 naar verwachting met circa 5% toenemen ten opzichte van het jaar 2017. De EBIT-marge voor het jaar 2018 zal naar verwachting uitkomen op circa 10%, in lijn met de afgegeven doelstelling (2017: 9%).

Nedap heeft de concurrentiekracht van haar marktgroepen verder weten uit te bouwen; een aantal specifieke factoren bij de marktgroepen *Livestock Management* en *Retail* heeft echter een drukkend effect op de omzetontwikkeling in H2 2018. Alhoewel de omzet van de marktgroep *Livestock Management* voor geheel 2018 beduidend hoger zal uitkomen dan in 2017, zal de omzet in H2 2018 naar verwachting stabiliseren op het hoge niveau van H2 2017.

De marktgroep *Retail* zal in 2018 naar verwachting een daling van de omzet laten zien. De sterke groei van het aantal gecontracteerde !D Cloud klanten zal geleidelijk zichtbaar worden in de groei van de omzet, maar is op dit moment nog onvoldoende om de daling in hardwareverkoop van conventionele antiwinkeldiefstalsystemen te compenseren.

De marktgroep *Healthcare* zet haar sterke ontwikkeling ook in H2 2018 door en naar verwachting zal *Security Management* in H2 2018 terugkeren naar omzetgroei. *Identification Systems* laat naar verwachting in 2018 een bescheiden groei zien, terwijl voor *Staffing Solutions* en *Light Controls* in 2018 een beperkte daling van de omzet ten opzichte van 2017 wordt verwacht.

De heringerichte supply chain draait beter dan vorig jaar. De geïndiceerde structurele jaarlijkse kostenbesparing van € 4 miljoen wordt conform planning in 2018 gerealiseerd. De eerder gecommuniceerde schaarste aan elektronica-componenten is nog steeds actueel. Voorraden blijven hierdoor op een relatief hoog niveau en de uitlevering van bepaalde producten kan hierdoor worden vertraagd.

Wij hanteren voor het lopende boekjaar een taxatie van de winst per aandeel van € 2,52 (2017: € 2,02) en zien voor boekjaar 2019 een voortgaande stijging naar € 2,78. Tegen de huidige beurskoers van € 43,00 wordt 15,5x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Nedap betaald. Het bijbehorende dividendrendement komt op 6,1% uitgaande van een pay-out ratio van 94%.

TKH Group – nette Q3 cijfers 2018

Bedragen in € miljoen	Q3 2018	Q3 2017	%change	YTD 2018	YTD 2017	%change
Omzet	389,5	373,9	+4	1.202,1	1.099,5	+9
EBITA	40,0	36,5	+10	132,9	107,2	+24
EBITA-marge (%)	10,3	9,8	+50 bps	11,1	9,7	+140 bps
Nettowinst	24,5	22,7	+8	85,2	67,7	+26
Winst per aandeel (€)	0,57	0,53	+8	1,99	1,58	+26

De omzet en winst van technologieconcern TKH Group stegen in het derde kwartaal 2018 in lijn met de verwachtingen van het management. De autonome groepsomzet steeg met 4% en alle divisies vertoonden daarbij groei: Telecom Solutions +1,4%, Building Solutions +3,2% en Industrial Solutions +5,4%. Ook de stijging van het bedrijfsresultaat met een kleine 10% was het gevolg van een stijging in alle Solutions-segmenten.

Het management handhaafde de verwachting voor geheel 2018: nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten tussen € 116 miljoen en € 122 miljoen (2017: € 95,6 miljoen), waarmee een record Q4 2018 tegemoet kan worden gezien. De orderportefeuille is goed gevuld en de voortgang in de positionering van de verticale groeimarkten zorgt voor een gezonde basis voor groei in boekjaar 2019.

De vier kerntechnologieën van TKH Group, vision & security, mission critical communication, connectivity en smart manufacturing, worden met elkaar verbonden tot totaalsystemen in de drie business-segmenten. Binnen deze business-segmenten is er een sterke focus op zeven verticale groeimarkten: fibre optic networks, parking, care, tunnel & infra, marine & offshore, machine vision en tire building industry, waar de kerntechnologieën zijn gepositioneerd als one-stop-shop voor de klanten van de TKH Group.

Een voorbeeld van TKH's innovatieve oplossingen is het Park Assist smart-sensor parkeercontrolesysteem. Dit systeem werd in de verslagmaand opgeleverd aan de *Mall of America* in Bloomington (Minnesota), het meest bezochte winkel-, eet-, attractie- en entertainmentcentrum van de Verenigde Staten. Voor Mall of America is het de nieuwste oplossing van Park Assist, het S1-systeem dat speciaal is ontworpen voor outdoor-omgevingen. Naast het op M4 camera gebaseerde systeem, is het nieuwe S1-systeem in staat om meerdere plaatsen te monitoren met hooggelegen camera's met buiteninstallaties. Met deze S1-toevoeging biedt Mall of America verhoogde veiligheid en een stressvrije ervaring aan bezoekers, zodat ze vanaf het moment van aankomst efficiënt worden begeleid. Bezoekers aan Mall of America zullen hierdoor profiteren van een verbeterde verkeersstroom. Met meer dan 40 miljoen jaarlijkse bezoekers en ongeveer 15.000 parkeerplaatsen om te beheren, blijft het gebruiksgemak topprioriteit voor de Mall. Park Assist werkte nauw samen met de engineering- en constructieteams van Mall of America om ervoor te zorgen dat het systeem volledig operationeel was vóór het aanstaande drukke winkelseizoen.

Wij taxeren voor TKH Group een winst per aandeel van circa € 2,80 voor het lopende boekjaar (2017: € 2,30). Voor boekjaar 2019 hebben wij vooralsnog een stijging van 12,5% verondersteld, hetgeen neerkomt op een winst per aandeel van € 3,15. Tegen de huidige beurskoers van € 42,00 wordt 13,3x de verwachte winst 2019 voor de aandelen TKH Group betaald. Het bijbehorende dividendrendement bedraagt 3,8% uitgaande van een traditionele pay out-ratio van 50%.

Neways Electronics International – sterke Q3 cijfers en uitbreiding productiecapaciteit Duitsland

Bedragen in € miljoen	Q3 2018	Q3 2017	% change	9M 2018	9M 2017	% change
Netto omzet	126,0	108,6	+16	373,0	322,7	+16
Orderingang	122,9	149,8	-18	407,1	378,1	+8
Book-to-bill ratio	0,98	1,37		1,09	1,17	

EMS (Electronic Manufacturing Services) dienstverlener Neways Electronics International voegde een sterke derde kwartaal performance toe aan de eerder gepubliceerde halfjaarcijfers. De omzet steeg in Q3 2018 met 16% ten

opzichte van de overeenkomstige periode een jaar eerder, waardoor het groeitempo op negenmaands basis stabiliseerde op een hoog niveau van +15,6%.

Het management signaleerde een sterke vraag over de gehele linie en met name in de segmenten halfgeleider en automotive. De omzet uit de sectoren medical en industrial bleef op het niveau van Q3 2017. De orderingang nam in het derde kwartaal met 18% af ten opzichte van het zeer hoge niveau in de vergelijkbare periode een jaar eerder.

Het orderboek kwam uit op € 297,7 miljoen, en stijging van 19,8% in vergelijking met eind september 2017. De toename in het orderboek is het gevolg van een sterkere vraag van klanten in de sectoren automotive, industrial, halfgeleider en medical.

De book-to-bill ratio kwam ultimo september 2018 uit op 1,09. In een toelichting op de cijfers stelde CEO Huub van der Vrande dat Neways ook vooruitgang boekt op die terreinen waar nog duidelijke verbeterlagen nodig zijn. Stroomlijning van operationele processen, focus op *first time right*, slimmere inkoop en beter voorraadmanagement blijven daarbij belangrijke prioriteiten. Op die manier kan Neways beter invulling geven aan haar rol als de geprefereerde technologische en logistieke partner voor grote multinationals in de maakindustrie en kan tegelijkertijd het winstpotentieel beter worden benut. Er zijn ook onverminderd extra uitdagingen, waarbij met name de aanhoudend matige beschikbaarheid van bepaalde componenten en een schaarste aan technisch geschoold personeel aan de orde zijn.

Voor geheel 2018 gaat Van der Vrande uit van een hogere omzet en een verbeterde winstgevendheid. Daarbij is het december-effect belangrijk: in december 2017 kon Neways tot het einde van de maand uitleveringen blijven doen aan met name Duitse automotive klanten, waar normaal gesproken de boeken medio december worden gesloten. Of deze extra omzet ook dit boekjaar kan worden gerealiseerd is niet vanzelfsprekend.

In de verslagmaand meldde Neways dat de uitbreiding van de productiecapaciteit bij de vestiging in Neunkirchen (Duitsland) is afgerond. Na circa acht maanden van planning en feitelijke bouw kon de nieuwe faciliteit begin oktober in gebruik worden genomen. Daarmee is de omvang van de locatie met 1,000 m² uitgebreid naar 5.500 m². Naast deze uitbreiding investeert Neways eveneens in *state-of-the-art* productietechnologie teneinde aan de eisen van klanten tegemoet te kunnen komen. De uitbreiding van de capaciteit volgde op een periode van solide ordergroei gedurende de laatste jaren. De orderportefeuille vertoont zoals hiervoor gemeld, bovendien een sterk stijgend beeld. Met de grotere capaciteit kan Neways Electronics de groei in de elektronica-industrie faciliteren en tevens profiteren van efficiencyvoordelen uit hoofde van een verbeterde schaalgrootte.

Wij taxeren voor 2018 een winst per aandeel van circa € 1,25 (2017: € 1,00), waarmee de aandelen Neways Electronics International tegen de huidige beurskoers van € 10,00 op slechts 8x de verwachte winst worden verhandeld. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 40% bedraagt het verwachte dividendrendement een kloeke 5,0%.

Vanaf 2019 voorzien wij een voortzetting van het hoge groeitempo van het lopende boekjaar. Neways lift in zekere zin mee met de sterke groei van haar eindklanten en weet tegelijkertijd, mede door de positieve effecten van de inmiddels verkregen grotere schaalomvang, een structureel betere winstgevendheid te realiseren.

Voor 2019 taxeren wij tentatief een omzet van € 550 miljoen (+10% ten opzichte van FY 2018) en een winst per aandeel van circa € 1,55, een toename van 24% in vergelijking met FY 2018 van € 1,25. Deze prognose verklaart de relatief hoge weging (6%) van het aandeel Neways Electronics in de portefeuille. Nu de *leverage* in het verdienmodel van Neways gaat doorwerken naar de *bottom line* nettowinst, bevindt het aandeel zich in de *Sweet Spot* van de zogenaamde S-curve. Zoals bekend, worden daar de hoogste rendementen behaald. Nadat Neways in 2007 voor het laatst recordresultaten presenteerde, wordt het ook wel eens tijd dat de onderneming daadwerkelijk doorstoot naar de *Next Level*.

Sif Group – mindere Q3 cijfers 2018

Bedragen in € miljoen	YTD 2018	YTD 2017	% change	FY 2018tax	FY2019tax	% change
Contributie	57,0	104,7	-46	80	130	+63
EBITDA	13,0	44,9	-71	25	65	+160
Productie in Kiloton	100	167	-40	145	255	+244

Funderingsspecialist Sif Group meldde zoals verwacht mindere cijfers over Q3 2018. Een vertraging in de levering van staal zorgde voor een latere opstart van de productie. Daarnaast betekende het naar voren halen van de opdracht voor project Borssele 3+4 dat een kleine prijsconcessie werd gedaan aan de opdrachtgever, hetgeen de operationele marge licht negatief beïnvloedde. Tenslotte was er in Q3 2018 sprake van een hoog ziekteverzuim. Sif tracht compensatie te krijgen voor de vertraagde levering van het staal. Duidelijk is dat met Q3 het dieptepunt nu achter ons ligt en we weer uit kunnen kijken naar hogere productieniveaus in de komende jaren met een al goed gevulde orderboek voor 2019.

In de afgelopen periode veranderde er niet veel in het orderboek van SIF, Borssele 3+4 met 40 Kton staat nu in het orderboek als gecontracteerd waar het eerder onder exclusieve onderhandelingen stond. Dit is de eerste keer dat SIF monopiles zal fabriceren in opdracht van marktleider Ørsted. De vooruitzichten voor het orderboek zijn nog steeds zeer goed, er is een constante stroom van offshore windprojecten in Europa in de komende jaren waar de verwachte vraag naar monopiles hoger ligt dan de markt kan produceren op dit moment.

Daarnaast begint de offshore windmarkt buiten Europa steeds concretere vormen aan te nemen, met name Japan, de VS en Taiwan zijn interessante markten voor SIF om naar uit te breiden.

Nieuwe ontwikkelingen in de industrie standaarden voor offshore wind funderingen leidt ertoe dat SIF extra zal moeten investeren om haar productieproces te upgraden. In Q2 gaf SIF al aan dat vanwege de trend naar meer coating er extra investeringen nodig zijn om de coatingfaciliteit uit te breiden, dit bedrag is nu vastgesteld op € 10 miljoen.

De productiefaciliteit op de Maasvlakte II biedt meer dan voldoende ruimte en flexibiliteit om te voorzien in deze uitbreiding. Extra coating zou ook moeten leiden tot een hogere omzet voor SIF. Daarnaast onderzoekt SIF de impact van de 2018 PISA standaard, de trend naar monopiles met grotere diameters en dunnere wanden. Dit kan mogelijk leiden tot een extra investering van maximaal € 40 miljoen. De hogere investeringen moeten uiteindelijk leiden tot hogere omzet en hogere marges aangezien SIF niet verdient aan staal. Daarnaast zal dit positief zijn voor de concurrentiepositie van SIF, de toetredingsbarrière wordt groter en kleinere spelers in de markt kunnen deze investeringen waarschijnlijk niet dragen.

Ondanks dat het gerapporteerde bericht duidt op een minder voorspoedige executie op korte termijn, menen wij dat het beleggingsperspectief van Sif Group onverminderd attractief blijft op middellange termijn. Na het transitiejaar 2018 zal het komende jaar een sterk herstel van de productie en daarmee van de bezettingsgraad laten zien. Tegen de huidige beurskoers van € 12,25 wordt thans 8x de verwachte winst 2019 voor de aandelen Sif betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 30% bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,8%.

Kendrion – teleurstellende Q3 cijfers 2018

Bedragen in € miljoen	Q3 2018	Q3 2017	% change	YTD 2018	YTD 2017	% change
Omzet	107,1	116,7	-8	346,7	352,3	-2
EBITDA	13,5	15,5	-13	48,6	48,2	+1
EBITA	7,7	10,0	-23	31,2	31,4	-1
Nettowinst	4,6	5,9	-22	20,4	19,6	+4
Return on sales (%)	7,2	8,6	-140 bps	9,0	8,9	+10 bps

Elektromagnetenproducent Kendrion kende een moeizaam derde kwartaal 2018 doordat de markt voor personenauto's verslechterde in de afgelopen maanden. Achterblijvende autoverkopen in Europa en China hadden een negatieve invloed op het aankoopgedrag van de Automotive-klienten van Kendrion. Daarnaast ontstond er een wachlijst voor de validatieprocedure van de *Worldwide Harmonised Light Vehicles Test Procedures (WLTP)* als gevolg waarvan ook de

verkoop van dieselauto's onder druk stonden. In Q3 2018 daalde de omzet in het segment Automotive, waar circa tweederde van de groepsomzet wordt gerealiseerd, met 10,3% en in het segment Industrial (circa een derde groepsomzet) met 4,5% in vergelijking met een zeer sterk Q3 2017. Kendrion implementeert momenteel een pakket maatregelen ter simplificering van de activiteiten in Automotive dat vanaf 1 januari a.s. effect moet sorteren.

Voor geheel 2018 voorziet CEO Joep van Beurden onder de vigerende omstandigheden een licht lagere omzet in vergelijking met FY 2017 bij een EBITA-marge van tenminste 9%. Wij vertalen dit naar een winst per aandeel van circa € 1,52 (2017: € 1,45), waarmee de aandelen Kendrion bij de huidige beurskoers van € 22,50 op 14.8x de getaxeerde winst 2018 worden gewaardeerd. Voor 2019 voorzien wij een hoger resultaat als gevolg van een lagere kostenbasis alsmede door het op een gezond niveau blijven van het activiteitsniveau in Automotive en Industrial. Kendrion handhaaft de doelstellingen voor de middellange termijn: een rendement op geïnvesteerd kapitaal van tenminste 20% en een EBITDA-marge van tenminste 20%, te realiseren per 2023.

Brunel International – sterke Q3 cijfers 2018

Bedragen in € miljoen	Q3 2018	Q3 2017	% change	YTD 2018	YTD 2017	% change
Omzet	234,6	194,5	+21	669,7	579,8	+15
EBIT	12,0	7,0	+72	23,3	11,6	+102
EBIT-marge (%)	5,1	3,6	+150 bps	3,5	2,0	+150 bps
# Direct gedetacheerd	12.087	9.665	+25	11.734	9.283	+26
# Indirecte medewerkers	1.542	1.500	+3	1.536	1.485	+3
Ratio direct/indirect	7,8	6,4		7,6	6,3	

Detacheerder Brunel International rapporteerde sterke cijfers over Q3 2018 met een versnelling van de omzetgroei en een (omzet)groei in alle segmenten. Ook in het segment Olie & Gas tekent zich inmiddels een krachtig herstel af en worden weer positieve resultaten genoteerd. Met een omzetaandeel van 30% is de DACH-regio (Duitsland, Oostenrijk, Zwitserland) de belangrijkste deelmarkt voor Brunel. De EBIT bijdrage steeg in dit segment in Q3 2018 met slechts 3% van € 8,3 miljoen naar € 8,5 miljoen bij een omzetsijging van 16% van € 60,9 miljoen naar € 70,5 miljoen.

Nieuwe wetgeving in de detachingssector, een traditioneel wat lagere productiviteit in de zomerperiode en afnemende productiviteit in de automotive-testing en competence centers vormden de verklaring voor deze achterblijvende performance. Na een reorganisatie van de twee laatstgenoemde units was de productiviteit in september weer teruggekeerd op het gewenste niveau.

Ook in Nederland (24% van de groepsomzet) bleef de groei van de EBIT in Q3 2018 beperkt tot +3% bij een omzettoename van 13% van € 46,8 miljoen naar € 52,8 miljoen. Hier te lande investeert Brunel momenteel extra in de opleiding en training van nieuwe (jonge) professionals teneinde op termijn te kunnen voorzien in de hoge vraag naar deze medewerkers in de aanhoudend krappe arbeidsmarkt. Daarnaast werd additioneel geïnvesteerd in technologie en digitale applicaties.

Het management handhaafde de omzet- en winstprognose voor FY 2018 zoals geuit bij de presentatie van de halfjaarcijfers: een omzet in de bandbreedte € 875 – 925 miljoen en een EBIT van € 32 – 38 miljoen. Wij handhaven onze winsttaxaties (per aandeel) 2018 en 2019 op respectievelijk € 0,40 en € 0,65 (2017: € 0,15).

Brunel is bezig zich krachtig te herstellen van de mindere periode 2013 – 2017. Ook bij een lagere economische groei in 2019 en een gedaalde olieprijs achten wij de onderneming in staat om de opgaande trend in omzet en resultaten te prolongeren. Tegen de huidige beurskoers van € 10,50 wordt 16x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Brunel International betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 5,2% bij een veronderstelde pay-out ratio van 85%.

Lucas Bols – Halfjaarcijfers 2018/19

Bedragen in € miljoen	H1 2018/2019	H1 2017/2018	% change
Omzet	47,8	48,8	-2
Brutomarge (%)	60,5	62,2	-170 bps
EBIT	12,9	13,8	-7
EBIT-marge (%)	26,9	28,2	-130 bps
Nettowinst	7,9	8,7	-9
Winst per aandeel (€)	0,64	0,70	-9
Interim dividend per aandeel (€)	0,35	0,35	0

Lucas Bols is het oudste gedistilleerd merk ter wereld en een van Nederlands oudste nog actieve bedrijven. In de afgelopen meer dan 440 jaar is Lucas Bols meester geworden in de kunst van het distilleren, mixen en blenden van likeuren, jenever, gin en wodka. Het portfolio van Lucas Bols bestaat uit meer dan 20 premium en superpremium merken die gebruikt worden als basis voor cocktails in cocktailbars over de hele wereld.

De producten van Lucas Bols worden verkocht in meer dan 110 landen wereldwijd. De halfjaarcijfers 2018/19 vielen tegen waarbij met name de omzetzaling van 10,5% van de regionale merken de boosdoener was. Deze teruggang was het gevolg van invoerrestricties in West-Afrika en een dalende markt voor de jenever/vieux portfolio in Nederland. Daarentegen was er een groei van 3% in de omzet van de wereldwijde merken (tegen constante wisselkoersen), dankzij sterke resultaten in Noord-Amerika en groei in Azië-Pacific.

De brutomarge daalde 170 basispunten als gevolg van valuta-effecten, een mix effect van relatief minder leveringen aan hogere marge markten en de lancering van likeurmerk Nuvo in de Verenigde Staten. Deze trend zal naar verwachting in de tweede helft van 2018/19 doorzetten. De Verenigde Staten blijft de groeimarkt voor Bols. In H1 2018/2019 bedroeg de organische groei in deze markt 12,9%.

CEO Huub van Doorne verwacht dat deze groei voorlopig *double digit* blijft. Bols komt nu geleidelijk ook binnen in de zogenaamde Control States die een *Liquor Board* hebben en waar Bols na goedkeuring een vergunning krijgt waarna producten mogen worden verkocht. Voorbeeld van een belangrijke Control State is Pennsylvania. Bols ziet het marktaandeel in de Verenigde Staten daardoor langzaam maar zeker groeien. Bols USA groeit op alle fronten: Passoã, likeuren, Bols Genever, Damrak Gin en de herintroductie van Nuvo (gaat merkbaar bijdragen in H2 2018/19).

In Q3 2018/19 heeft Bols een nieuwe gesyndiceerde kredietfaciliteit van € 130 miljoen afgesloten die de bestaande faciliteit vervangt. Als gevolg van deze leverage-neutrale transactie zullen de financieringsvoorwaarden van Bols verbeteren dankzij verlengde looptijden, lagere rentes en meer operationele flexibiliteit waarmee de ontwikkeling van de business wordt ondersteund. Eenmalige advieskosten en de versnelde afschrijving van de financieringslasten voor de huidige faciliteit zullen in H2 2018/19 worden verantwoord. De effectieve belastingdruk bedroeg in H1 2018/19 circa 29% (H1 2017/2018: 27%), hoger dan het nominale belastingpercentage in Nederland, omdat de winst van Passoã in Frankrijk tegen een hoger belastingtarief wordt belast. Gegeven de beoogde verlaging van het Nederlandse vennootschapsbelastingtarief wordt een significante eenmalige bate verwacht in H2 2018/19, gerelateerd aan de latente belastingverplichting.

Het management geeft geen concrete prognose voor FY 2018/19 maar herhaalt dat de onderliggende dynamiek in de wereldwijde cocktailmarkt gezond blijft. De omzetzgroei in de wereldwijde merken zal in H2 2018/2019 naar verwachting verder toenemen, vooral door de sterke groei in de Verenigde Staten. De performance van de regionale merken zal daarentegen onder druk blijven staan. Valuta-effecten sorteren voor FY 2018/19 een negatief effect van € 1,2 miljoen op het EBIT-resultaat. Daarnaast zal als gevolg van de aanvankelijk hogere A&P-investeringen en royalty betalingen, de omzetzbijdrage van Nuvo zich vertalen in een beperkte bijdrage aan het EBIT-resultaat.

Wij hanteren voor FY 2018/19 een winst per aandeel van circa € 1,15 (2017/18: € 1,18) en een onveranderd dividend van € 0,60 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 16,00 wordt 13,9x de getaxeerde winst 2018/19 voor de aandelen Lucas Bols betaald en komt het dividendrendement op 3,8%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 3 december 2018 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Flow Traders	14,5%
ASM International	13,5%
Hunter Douglas	13,1%
BE Semiconductor Industries	11,9%
Nedap	8,6%
TKH Group	7,3%
Neways Electronics International	6,2%
Sif Group	5,0%
Kendrion	4,4%
Aalberts Industries	3,3%
Overige 4 participaties	7,9%
Liquiditeiten en overige	4,3%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het sentiment op financiële markten blijft ongunstig bij het begin van de laatste maand van beursjaar 2018. Ofschoon de meerderheid van de participaties in onze portefeuille zonder meer een positieve ontwikkeling in hun business meldt, wordt dit door beleggers voorlopig louter voor kennisgeving aangenomen. Daarnaast staan de bedrijven er anno 2018 zowel, strategisch als technologisch en operationeel beter voor dan ooit tevoren.

Maar de onzekerheid rond de afloop van de handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China/West-Europa en de Brexit dwingt beleggers vooralsnog in een defensieve positie en afwachtende houding.

Begin december noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 10,3x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,8%.

Het spreekt voor zich dat wij onze getaxeerde winsten voortdurend *up-to-date* houden en reeds enigszins neerwaarts hebben aangepast in het licht van de onzekere macro- en politieke ontwikkelingen. Gezien de inmiddels bereikte lage beurswaarderingen in combinatie met de sterke operationele en financiële (markt)positie van de ondernemingen in portefeuille, gaan wij de beschikbare liquiditeit geleidelijk in zetten voor de uitbreiding van bestaande participaties.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
 Willem Burgers
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 7 december 2018

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen