

MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2017

Inleiding

In oktober vervolgde de Nederlandse aandelenmarkt de stijgende tendens van september. De AEX-Index steeg 3,0% naar 553,37, de Amsterdam Midkap Index klom 2,6% naar 847,20 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 1,4% toe op 1056,00.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in oktober 3,0% van € 54,11 naar € 55,72. Over de eerste tien maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +27,0%. Het fondsvermogen per 1 november 2017 bedroeg € 104,2 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 104,9 miljoen was belegd in 16 participaties. Dientengevolge was er een debet positie van 0,6% van het fondsvermogen.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 november 2017 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 55,44
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 55,72
Fondsvermogen	€ 104.226.744
Aantal uitstaande aandelen	1.870.593

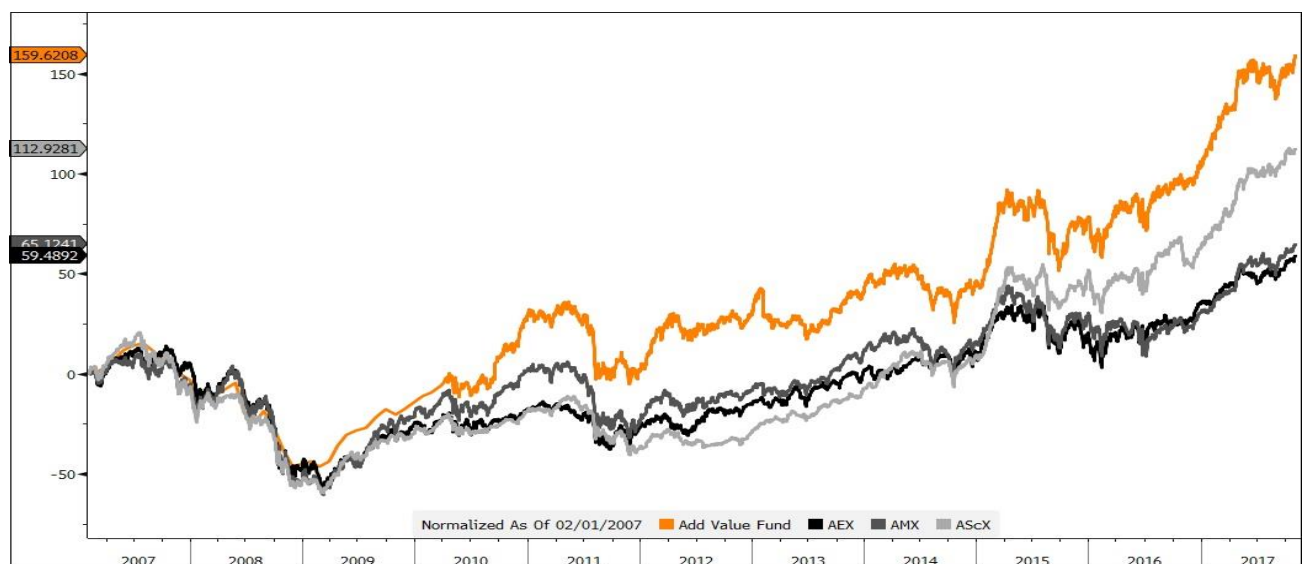
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+26,98	+159,62
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+18,00	+59,49
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+26,18	+65,12
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+30,44	+112,93

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/10/2017

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/10/2017)

Peildatum: 31/10/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+127,4	+40,6	+22,9	+14,6
2.	TKH Group	+64,9	+37,1	+11,9	+5,3
3.	ASM International	+48,0	+4,1	+13,1	+7,5
4.	Aalberts Industries	+47,2	+16,3	+14,8	+3,5
5.	Hunter Douglas	+43,0	-6,2	-6,1	-1,0
6.	Kendrion	+42,9	+14,6	+4,4	+1,6
7.	Koninklijke Brill	+39,4	+14,4	+6,7	+1,5
8.	Neways Electronics Int.	+37,1	+6,8	+8,0	+11,9
9.	Nedap	+27,0	+4,2	+3,0	+0,4
10.	Sif Group	+19,6	-4,7	-1,9	+4,3
11.	Lucas Bols	+17,6	+10,2	-2,3	+4,6
12.	Acomo	+17,1	-5,9	-4,0	-2,8
13.	Accell Group	+15,0	-18,1	+1,8	+0,3
14.	Brunel International	-1,8	-6,4	+12,4	+8,3
15.	Koninklijke Vopak	-19,2	-10,2	-7,7	+0,2
16.	Flow Traders	-24,0	-24,5	-16,5	-6,2

- 1) In oktober realiseerden 13 van de 16 participaties (= 81%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren eveneens 13 van de 16 participaties (= 81%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **BE Semiconductor Industries** en **Neways Electronics International** bovengemiddeld (>10%) in de portefeuille. Besi rapporteerde voortreffelijke cijfers over Q3 2017 in combinatie met een optimistische visie voor de middellange termijn. De beurskoers van Neways maakte een inhaalbeweging nadat aanhoudende verkoopdruk in het aandeel geleidelijk afnam;
- 3) **Flow Traders** was wederom de minst presterende deelneming in de portefeuille. Niettemin hebben wij onze positie in het aandeel in de verslagmaand wederom uitgebreid gezien de uitstekende risico-rendement propositie.

Mutaties in de portefeuille

In oktober hebben wij de positie in **Flow Traders** verder uitgebreid. Daarentegen verkleinde wij licht de positie in **TKH Group**.

Bedrijfsnieuws

Chipmachineproducent **ASM International** rapporteerde keurige cijfers over het derde kwartaal 2017. De omzet daalde met 8% ten opzichte van het voorgaande kwartaal van € 202,0 miljoen naar € 185,3 miljoen, maar kwam 28% hoger uit in vergelijking met Q3 2016 (€ 144,2 miljoen). De brutomarge lag onder druk en daalde van 44,2% naar 40,0% (Q3 2016: 44,2%). Dit was het gevolg van de levering van nieuwe Intrepid XP Epitaxy machines en nieuwe PECVD-applicaties. De initiële marge op deze producten is relatief laag en had een negatieve impact op de brutomarge van circa 5%-punt. Volgens CEO Chuck del Prado zal de brutomarge in de loop van volgend jaar terugkeren naar het oude niveau.

De 34%-deelneming in ASM PT leverde een sterke bijdrage van € 32,1 miljoen aan het Q3 resultaat, een stijging van 4% ten opzichte van Q2 2017 (€ 30,9 miljoen) en van ruim 20% in vergelijking met Q2 2016 (€ 26,7 miljoen). Het netto resultaat kwam uit op € 47,6 miljoen, hetgeen weliswaar 14,4% lager was dan in het voorgaande, seizoenmatig sterke tweede kwartaal (€ 55,6 miljoen), maar 19,6% beter was dan hetzelfde kwartaal van 2016 (€ 39,8 miljoen).

Del Prado was positief gestemd voor de vooruitzichten voor de resterende maanden van 2017 en begin 2018. ASMI zal profiteren van de huidige zeer sterke *wafer fab equipment* markt, +25,9% volgens onderzoeksbureau Gartner. Voor volgend jaar wordt een lichte stijging (+0,4%) vanaf het bereikte hoge niveau voorzien. Voor Q4 2017 verwacht het management een omzet in een bandbreedte van € 190 – 210 miljoen te realiseren en een orderintake van € 170 – 190 miljoen. Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel 2017 op € 3,50 en van € 4,10 voor 2018, mede gedreven door een lager aantal gemiddeld uitstaande aandelen. Sinds 22 september 2017 heeft ASMI onder het nieuwe aandeleninkoopprogramma 1.124.284 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 54,91, derhalve voor een tegenwaarde van € 61,7 miljoen. Daarmee is 24,7% van deze Share Buy Back (SBB) uitgevoerd. Indien ASMI het huidige inkooptempo voortzet zal het programma eind maart 2018 zijn voltooid. Direct na publicatie van de derde kwartaalcijfers maakte ASMI de verkoop van een pakket van 9% aandelen ASM PT bekend tegen een beurskoers van HK\$ 111,- per aandeel, met een opbrengst van circa € 450 miljoen. Een niet nader gekwantificeerd deel van deze opbrengst zal op een fiscaal vriendelijke manier aan ASMI-aandeelhouders worden uitgekeerd. Het restant zal in de vorm van dividenden en/of een additionele SBB worden uitgekeerd. De verkoop van het 9%-pakket impliceert tevens dat het aandeel van ASMI in ASM PT is gedaald tot onder de kritische grens van 30%, namelijk van 34% naar 25%. Hierdoor behoeft een overnemende partij die een bieding op ASMI uitbrengt, niet langer een verplichte bieding op 100% van de ASM PT-aandelen te doen. Dit vergroot de kans op potentiële bidders op ASMI aanzienlijk, temeer daar de netto kaspositie van ruim € 1 miljard (= 28% van de huidige marktkapitalisatie!) een overname feitelijk extra faciliteert. Tegen de huidige beurskoers van € 61,00 wordt per 7 november 2017 bijna 15x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen ASMI betaald. De sum-of-the-parts van ASMI bestaat thans uit de volgende drie componenten: (1) 25%-belang in ASM PT (2) de vrije netto kaspositie van ASMI en (3) de genormaliseerde waarde van de kernactiviteiten en bedraagt thans ongeveer € 65,- per aandeel. Derhalve bedraagt de discount van de huidige beurskoers ten opzichte van deze benaderde waarde ruim 6%.

Hunter Douglas, wereldmarktleider in raambekleding en een prominent aanbieder van bouwproducten voor gevel- en plafondsysteem, rapporteerde tegenvallende cijfers over het derde kwartaal 2017. De omzet steeg weliswaar met 10,4% van US\$ 755,3 miljoen naar US\$ 833,7 miljoen, maar de gerealiseerde EBITDA bleef vrijwel stabiel op US\$ 100,8 miljoen (Q3 2016: US\$ 100,4 miljoen). Aanzienlijk hogere marketing- en verkoopkosten, met name voor de versterking van de marktpositie van het vorig jaar overgenomen Levolor & Kirsch (L&K), werden onvoldoende gecompenseerd door navenant stijgende verkopen. Het eerder dit jaar geacquireerde Hillarys (Verenigd Koninkrijk) voldeed wel aan de verwachtingen. Omdat Hunter Douglas tevens een reorganisatievoorziening van US\$ 12,9 miljoen trof (Q3 2016: US\$ 5,9 miljoen) en daarnaast de afschrijvings- en amortisatielast met US\$ 8 miljoen steeg, daalde het netto resultaat uiteindelijk met 22% van US\$ 58,6 miljoen naar US\$ 45,7 miljoen. Over de eerste negen maanden van 2017 stijgt de nettowinst met 2,0% van US\$ 142,3 miljoen naar US\$ 145,2 miljoen bij een met 13,8% gestegen omzet van US\$ 2.061,6 miljoen naar US\$ 2.346,5 miljoen. Deze omzettoename is voor 11,4%-punt toe te schrijven aan overnames, voornamelijk L&K en Hillarys. Toelichting van CFO Leen Reijtenbagh wees uit dat de voornaamste tegenvaller in Q3 2017 een zwakke septembermaand in Noord-Amerika was, waar meer dan 50% van de groepsomzet wordt gerealiseerd. Behalve L&K presteerde ook het Hunter Douglas-merk minder dan verwacht. Er waren geen duidelijk aanwijsbare redenen voor deze stagnatie, zo werd er geen marktaandeel verloren. De omzet in oktober trok weer stevig aan en, zoals bekend, is november traditioneel de beste maand van Hunter Douglas Amerika. Europa presteerde overwegend goed met een volumegroei van +6% in het derde kwartaal. Inclusief de bijdrage van het overgenomen Hillarys bedroeg de volumegroei zelfs 22%. Slechts Duitsland, na het Verenigd Koninkrijk de grootste Europese markt, was een dissonant met een lichte omzetzakking in vergelijking met Q3 2016. De omzet in Azië steeg weliswaar met 3%, maar bleef toch ver achter bij de verwachtingen door uitstel van projecten. Naar verwachting is dit echter geen afstel en zal vanaf het lopende kwartaal een forse omzet- en resultatenbijdrage zichtbaar moeten worden omdat het orderboek nog altijd goed gevuld is. De omzet in Latijns Amerika bleef stabiel op een laag niveau met Brazilië als grootste en zwakste markt en Mexico en Chili als relatief goed presterende eindmarkten. De kleine Australische markt presteert goed, gedreven door een stijgende online omzet. De reorganisatielast van US\$ 12,9 miljoen bestaat uit vier vrijwel gelijke onderdelen, te weten (1) de acquisitie- en reorganisatiekosten van Hillarys (2) de integratiekosten van L&K (3) de reorganisatiekosten van de bouwproductendivisie in Rotterdam en (4) de reorganisatiekosten van de Duitse

deelneming (74%) Gardinia. Voorts was het opmerkelijk dat de capex het lopende kwartaal verder opliep. Werd eerder voor geheel 2017 een bedrag van US\$ 110 miljoen genoemd, bij de cijferrapportage over Q3 2017 blijkt dit bedrag met nog eens US\$ 10 miljoen te zijn verhoogd. De uitgaven aan automatiseringsplatform ONE Hunter Douglas, welk project dit jaar wordt afgerond, drukten extra op de resultaten. Naar verwachting zal de capex volgend jaar fors lager uitkomen en minder dan US\$ 100 miljoen bedragen. Al met al blijkt het management van Hunter Douglas eens te meer te opereren volgens het vaste stramien om kosten direct te nemen wanneer de noodzaak daartoe wordt onderkend. Dit leidde tot de winstval in Q3 2017 die naar onze mening een eenmalige aangelegenheid zal zijn.

Wij voorzien op basis van de huidige inzichten een solide Q4 2017 – traditioneel het belangrijkste kwartaal voor de groep – waarmee de winst per aandeel voor geheel 2017 kan uitkomen op € 5,50 per aandeel, één euro lager dan onze eerdere taxatie. Ter vergelijking, over 2016 werd een winst per aandeel van € 5,29 gerapporteerd. Voor het komende boekjaar is naar ons inzicht een winst per aandeel van € 7,00 een realistische aanname, waarbij een volledige jaarbijdrage van de Engelse acquisitie Hillarys een prominente rol zal spelen. Tegen de huidige beurskoers van € 64,- worden de aandelen Hunter Douglas derhalve op 9,1x de verwachte winst 2018 gewaardeerd. Het hiervan afgeleide dividendrendement bedraagt 3,6%.

ETP-liquidity provider **Flow Traders** rapporteerde de cijfers over het derde kwartaal 2017. Het Net Trading Income (NTI) daalde in Q3 2017 met 32% naar € 31,7 miljoen (Q2 2017: € 46,7 miljoen), waarmee de teruggang over de eerste negen maanden van het jaar op 30% uitkwam (€ 126,7 miljoen versus € 181,3 miljoen). Deze daling was het gevolg van een combinatie van nauwere bieden-laten spreads en een afnemende koersvolatiliteit in financiële markten. Als respons op deze ontwikkeling meldde het management te streven naar een lagere kostengroei, te weten naar de onderkant van de eerder geformuleerde bandbreedte van 15-20% voor geheel 2017. Voorts meldde de onderneming op schema te liggen met de op groei gerichte initiatieven in de drie marktgebieden EMEA (Europa), Americas en AOAC (Azië). Bovendien herhaalde Flow Traders tijdig gereed te zullen zijn voor de implicaties van de nieuwe regelgeving met betrekking tot MiFID II. Weliswaar lagen de gerapporteerde cijfers aan de onderkant van de verwachtingen van analisten, toch slaagde Flow Traders erin om in de eerste negen maanden van het jaar marktaandeel te winnen. Waar de gehele markt een daling van de verhandelde ETP-waarde noteerde van 12%, steeg de door Flow Traders verhandelde ETP-waarde in de eerste negen maanden van 2017 met 16%.

Tenslotte kondigde het management aan de pay-out ratio voor 2017 te verhogen van 50% naar tenminste 75%, vooruitlopend op een akkoord dienaangaande in de aandeelhoudersvergadering. Wij hebben in de verslagmaand de positie in Flow Traders verder uitgebreid tot 525.000 aandelen, overeenkomend met ruim 1,1% van het uitstaande aandelenkapitaal van de onderneming. De performance van het aandeel blijft *year-to-date* met -32% zowel in absolute als relatieve zin ver achter bij onze doelstelling van tenminste +10% op jaarbasis. Ondanks deze significante *underperformance* zijn wij vol vertrouwen dat Flow Traders in de toekomst alsnog aan onze doelstelling zal gaan voldoen. De oorzaak van het zwakke koersverloop ligt namelijk uitsluitend bij de historisch lage koersvolatiliteit die de aandelen- en obligatiemarkten dit jaar wereldwijd kenmerkt. Als afgeleide van deze lage koersvolatiliteit is ook de omloopsnelheid van ETFs, de zogenaamde *velocity*, de afgelopen maanden gedaald. Flow Traders heeft voor haar bedrijfsvoering baat bij een hoge koersvolatiliteit en een hoge *velocity*, omdat in een dergelijke marktomgeving zowel de verhandelde ETFs-volumes als de daarop te realiseren marges als riant kunnen worden aangemerkt. In 2015 was gedurende een groot deel van het jaar sprake van een dergelijke gunstige marktomgeving. Over dat jaar rapporteerde Flow Traders een record winst per aandeel van € 2,76. Vorig jaar was er gemiddeld aanzienlijk minder koersvolatiliteit dan in 2015, maar zorgden speciale politiek-gedreven *events*, zoals de brexit eind juni en de onverwachte zege van Donald Trump in de Amerikaanse presidentsverkiezingen eind november, kortstondig voor de nodige turbulentie.

Over 2016 boekte Flow Traders uiteindelijk een keurige winst per aandeel van € 1,98. Zoals bekend is 2017 tot op heden een jaar van uitzonderlijk lage koersvolatiliteit en tevens bescheiden *velocity*, hetgeen in het eerste negen maanden heeft geresulteerd in een winst per aandeel van € 0,68 in vergelijking met € 1,44 in dezelfde periode van 2016. Indien deze relatieve performance zich zou voortzetten in Q4 2017, zou voor geheel 2017 een winst per aandeel van € 0,94 in beeld komen. Uitgaande van eerdergenoemde pay-out ratio van 75% van de netto winst zou het dividend alsdan op € 0,80 per aandeel uitkomen, hetgeen bij de huidige beurskoers van € 21,- een dividendrendement van 3,8% zou betekenen. Voor 2018 zijn de perspectieven voor het schuldenvrije Flow Traders naar onze indruk zodanig positief,

dat een behoorlijk winstherstel alleszins binnen bereik ligt. De volgende argumenten liggen aan deze verwachting ten grondslag:

- Een periode van voortdurende lage koersvolatiliteit heeft in de recente beurshistorie maximaal zeven aaneengesloten kwartalen geduurd. Dit zou betekenen dat vanaf Q2 2018 de zogenaamde 'vola' weer zou moeten gaan stijgen;
- Flow Traders is actief in een absolute groeiemarkt. De markt voor ETPs groeit nog altijd onstuimig, waarbij de markt in de Verenigde Staten met momenteel circa 80% van het wereldwijde handelsvolume verreweg de grootste is. Flow Traders is actief doende haar marktaandeel van circa 2% in de Verenigde Staten te laten groeien. Onlangs werd de vergunning verkregen om ook in de off-exchange markt in de Verenigde Staten als liquiditeitsverschaffer actief te mogen zijn, hetgeen het winst-genererend vermogen in 2018 behoorlijk zal vergroten;
- Flow Traders is met een geschat marktaandeel van ruim 20% verreweg de grootste speler op de Europese markt die qua ontwikkeling zo'n zeven jaar achterloopt op die van de Verenigde Staten, maar een veel hogere groeiverwachting heeft in de komende jaren. Toonaangevende Amerikaanse partijen als Blackrock, Vanguard en State Street breiden hun Europese activiteiten dan ook geleidelijk steeds verder uit;
- In het Verre Oosten, waar Flow Traders een bescheiden marktaandeel heeft, wordt binnenkort een kantoor in Hong Kong geopend, waardoor ook een link naar de Chinese financiële markten binnen bereik komt;
- Flow Traders staat op het punt om ook als liquiditeitsverschaffer in valutamarkten te gaan opereren. De onderneming heeft de afgelopen maanden met een gespecialiseerd team proefgedraaid in deze extreem liquide ('Forex' – 'foreign exchange') markt. Ofschoon geen concrete mededelingen zijn gedaan omtrent de ervaringen die gedurende deze proefperiode zijn opgedaan, hebben wij de indruk dat op termijn de afhankelijkheid van de resultaten van de bemiddeling in ETPs zal afnemen als gevolg van de bijdrage van de Forex-activiteiten;
- Flow Traders investeert continu in nieuwe traders en in nieuwe technologie. De kost gaat hierdoor naar schatting één à anderhalf jaar voor de baat uit. Hierdoor ligt het winst-genererend vermogen in 2018 automatisch hoger dan in 2017;
- Flow Traders breidt continu het aantal ETPs uit maar ook het aantal institutionele "counter parties" en het aantal handelsplatformen waardoor de Net Trading Income (NTI) zou moeten toenemen;
- Flow Traders zal gaan profiteren van de Europese invoering van MiFID II per 1 januari 2018. Vanaf die datum dient volledige transparantie te worden betracht bij het uitvoeren en vastleggen van effectenorders. Hierdoor zullen de ETPs volumes zichtbaar gaan toenemen.

Tenslotte kan worden geconstateerd dat het aandeel Flow Traders bij de huidige beurskoers van € 21,- in technische zin zwaar *oversold* is. Dit is mede het gevolg van het feit dat een aantal *hedge funds* shortposities in het aandeel heeft ingenomen. Per eind oktober bedroeg de totale shortpositie 4,96% van het aantal uitstaande aandelenkapitaal. Bij een free float van 71,3% betekent dit dat een kleine 7% van de vrij verhandelde aandelen in de toekomst moet worden teruggekocht om deze posities weer te sluiten.

Wij menen dat 2017 het jaar van *'the Rock Bottom earnings'* van Flow Traders zal blijken te zijn. Vanaf de huidige lage waardering en beurskoers – ruim € 10,- of 34% onder de IPO-koers van juli 2015 van € 32,- per aandeel – zien wij op termijn een significant opwaarts koerspotentieel. Nota bene, begin vorig jaar stond de beurskoers nog ruimschoots boven de € 50,-. Bovendien kan de huidige weging van 10,8% in de portefeuille eveneens worden beschouwd als een *'hedge'* tegen een plotselinge toename van de volatiliteit op financiële markten, die naar verwachting de overige 89% van onze portefeuille niet geheel onberoerd zal laten.

BE Semiconductor Industries (BESI) rapporteerde zeer sterke cijfers over het derde kwartaal van 2017. De omzet kwam uit op € 159,3 miljoen, een teruggang van 6,3% in vergelijking met Q2 2017, maar een stijging van 69% ten opzichte van Q3 2016. In het normale seizoenpatroon is het derde kwartaal verhoudingsgewijs zwak, maar dit jaar zorgde de combinatie van gunstige marktomstandigheden en de opbouw van capaciteit in de back-end

verpakkingsindustrie voor een sterke overall performance. Dit resulteerde tevens in een hoge brutomarge van 58,7% (Q2 2017: 57,3%; Q3 2016: 50,5%). De nettowinst kwam uit op € 52,9 miljoen, een stijging van 1,0% in vergelijking met Q2 2017 (€ 52,3 miljoen) en van 219% ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder (€ 16,6 miljoen). De schaalvoordelen van het verdienmodel van BESI – sterke omzetgroei, continu verbeterde brutomarge en stringente kostenbewaking – droegen alle bij aan de fraaie prestatie. Ook de orderingang stemde tot volle tevredenheid. De orderintake lag met € 161,5 miljoen ruim 24% hoger dan het voorgaande kwartaal (€ 130,1 miljoen) en was ruim twee keer zo hoog als die van een jaar eerder (€ 78,1 miljoen). Het management schrijft deze spectaculaire stijging toe aan de toonaangevende product portfolio voor geavanceerde back-end toepassingen in combinatie met een stijgend marktaandeel. Over de eerste negen maanden van 2017 bedraagt de orderintake € 531,5 miljoen tegen € 282,4 miljoen in dezelfde periode van 2016, een stijging van 88%. CEO Richard Blickman noemde in een toelichting op de cijfers als groeiders de orders van Aziatische sub-contractors voor high-end computing toepassingen en mobiele applicaties, alsmede de steeds duidelijker tendens van een nieuwe technologische groeicyclus waardoor eindklanten hun productiecapaciteit voor smart phone-, automotive-, cloud server-, memory- en computertoepassingen fors uitbreiden. Daarenboven werd de groei aangejaagd door de introductie van productinnovaties, waarvoor de meest moderne productietechnologie is vereist, juist het segment waarin BESI excelleert.

De netto kaspositie nam per eind september 2017 met 26% toe van € 131,5 miljoen naar € 165,4 miljoen. Voor het vierde kwartaal 2017 voorspelt de onderneming een omzet die met 0 – 10% zal dalen ten opzichte van Q3 2017, een bruto marge in een bandbreedte van 55-57% (Q3 2017: 58,7%) en een toename van de operationele kosten van 5 – 10% in vergelijking met het niveau van Q3 2017 van € 30,4 miljoen. Dit betekent dat BESI, uitgaande van de middelpuntschattingen, in Q4 2017 circa € 1,00 per aandeel zal verdienen, waarmee de taxatie voor de jaarwinst 2017 op circa € 4,25 uitkomt. Tegen de huidige beurskoers van € 68,50 wordt daarmee 16,1x de verwachte winst 2017 voor de aandelen BESI betaald. Omdat de totale jaarwinst naar verwachting als contant dividend wordt uitgekeerd, bedraagt het dividendrendement alsdan ruim 6,2%.

Gezien de comfortabele financiële positie gaat BESI onverdroten door met de inkoop van eigen aandelen. Per 30 oktober jl. was onder het lopende inkoopprogramma, dat precies een jaar geleden startte, voor een tegenwaarde van € 23 miljoen ingekocht, te weten 552.029 aandelen tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 41,65. Hierdoor verminderde het aantal uitstaande aandelen over deze periode met bijna 1,5%. Zoals bekend is de *visibility* in de winstgevendheid van de halfgeleidersector doorgaans beperkt tot hooguit de komende twee kwartalen. Gezien de kracht van de huidige (investerings)cyclus mag naar onze mening evenwel worden gerekend met wat positievere aannames voor het komende boekjaar. Met name in de eerste zes maanden van 2018 zal nog sprake zijn van zeer gunstige marktomstandigheden, maar voor H2 2018 zijn de vooruitzichten aan meer onzekerheid onderworpen. Wij verwachten tentatief een circa 5 tot 10% lagere jaarwinst voor boekjaar 2018, waarmee de winst per aandeel rond € 3,90 zal uitkomen. Bij deze aanname noteert het aandeel BESI 17,6x de getaxeerde winst en bedraagt het dividendrendement een uiterst aantrekkelijke 5,7%.

Wij waren aanwezig op de **Nedap** Investor Day, de eerste in zijn soort in de 88-jarige geschiedenis van de technologie-onderneming uit Groenlo. Het tijdstip om deze Investor Day juist in het najaar van 2017 te organiseren, berust niet op toeval. Nedap bevindt zich namelijk in de laatste fase van een transformatie die feitelijk zo'n tien jaar geleden werd gestart met het geleidelijk staken van de laagrenderende productie-activiteiten en die de laatste drie jaar in het teken stond van het proces van de stroomlijning van de interne supply chain. Deze omschakeling naar een puur technologie-gedreven organisatie heeft behalve de nodige tijd eveneens financiële offers geveerd, die de resultaten in de jaren 2015 – 2017 hebben gedrukt. Wie corrigeerde voor de met de herinrichting van de supply chain gepaard gaande kosten kon al eerder een redelijke indruk krijgen van het volle beleggingspotentieel van (het nieuwe) Nedap. Vanaf het komende boekjaar zal de Nedap-organisatie volop tractie kunnen gaan maken om de belofte van het realiseren van structureel hogere rendementen op het geïnvesteerde vermogen in te lossen. Het 'Nieuwe Nedap' bestaat uit acht marktgroepen die elk een leidende positie bekleeden in een (inter)nationale marktniche en die elk uitzicht hebben om de komende jaren een substantiële, autonome opbrengstgroei door te maken. Daarbij zijn de marktgroepen Healthcare, Retail en Livestock Management de absolute blikvangers, op korte afstand gevolgd door Security Management, Identification Systems en Light Controls. Naar verwachting zal Nedap over 2017 opbrengsten van circa € 200 miljoen rapporteren.

Op basis van een samengestelde jaarlijkse gemiddelde groei van deze opbrengsten op autonome basis van naar onze schatting 8 – 12% in de periode 2018 – 2022 verschijnt een uiterst lucratief verdienmodel. Daarbij hanteert het Nedap-management de volgende financiële aannames:

- Een hoge en stijgende toegevoegde waarde per FTE (2016: € 158k);
- Een autonome omzetgroei die wordt ingezet op 5 à 10% per jaar en waarbij de groei van de wederkerende omzet sterker zal zijn dan gemiddeld. De omzet uit abonnementen laat al vijf jaar een stijgende tendens zien;
- Een operationele marge van tenminste 10% vanaf komend boekjaar. Deze marge zal in de jaren erna verder stijgen, omdat in toenemende mate SaaS-diensten worden geleverd;
- De afbouw van de productie-activiteiten verkleint het kapitaalbeslag. Het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) zal hierdoor sterker stijgen dan de groei van de winstgevendheid;
- Een conservatieve financieringsstructuur die uitgaat van een minimale solvabiliteitsratio van 45% en een maximale Netto Schuld/EBITDA-verhouding van 1,5;
- De pay-out ratio is afhankelijk van de omvang van de noodzakelijke investeringen om het groeimodel te laten functioneren en de ruimte die benodigd is om binnen de grenzen van de gekozen financieringsstructuur te blijven. Al het overige zal in contanten worden uitgekeerd aan aandeelhouders. Gezien de sterk verbeterde kapitaalefficiëntie en de toegenomen schaalomvang van Nedap is het aannemelijk dat in de toekomst een pay-out ratio richting 100% binnen bereik komt (2016: 75%).

Uitgaande van een geschat opbrengstenniveau van € 215 miljoen in 2018 waarop een operationele marge van 10% wordt gerealiseerd, komt een getaxeerde winst per aandeel van circa € 2,75 in beeld. Tegen de huidige beurskoers van € 39,40 wordt thans 14,3x de verwachte winst voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement komt, bij een veronderstelde pay-out ratio van 80%, op 5,6%. Het 'Nieuwe Nedap' is daarmee bescheiden gewaardeerd en blijft om deze reden onverkort vertegenwoordigd in de bovenste regionen van de portefeuille van Add Value Fund.

Neways Electronics International, top vijf speler op de Europese markt van Electronic Manufacturing Services, rapporteerde een positieve ontwikkeling over het derde kwartaal 2017. De omzetgroei versnelde in het afgelopen kwartaal ten opzichte van de eerste helft van het jaar. De netto omzet nam in Q3 op volledig autonome basis toe met 12,5% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar, te weten van € 96,5 miljoen naar € 108,6 miljoen. Hogere omzetbijdragen werden hoofdzakelijk gerealiseerd door de sectoren Semiconductor en Automotive. In de eerste negen maanden heeft de orderintake met +20,8% van € 341,4 miljoen naar € 412,5 miljoen een substantiële groei laten zien. Met name orders in de sectoren Semiconductor, Automotive en Industrial droegen bij aan deze stijging van het orderboek. Ultimo september 2017 stond het orderboek op € 248,5 miljoen, in vergelijking met € 184,6 miljoen ultimo september 2016 (+34,6%). Deze positieve ontwikkeling is ook terug te zien in de opbouw van het orderboek in 2018. De book-to-bill ratio stond de eerste negen maanden van 2017 op 1,15. Het voorraadniveau is toegenomen, wat onder andere het gevolg is van schaarste op de componentenmarkt en de aanloop van nieuwe projecten.

CEO Huub van der Vrande toonde zich in een begeleidend commentaar bij de cijfers positief ten aanzien van de toekomst. 'Na de voor ons tegenvallende resultaten in de eerste helft van 2017 (toen de onderneming op een met 8% gestegen omzet een onveranderd bedrijfsresultaat van € 7,2 miljoen boekte) hebben we een positievere blik op de tweede helft van het jaar: de omzetgroei is dit kwartaal versneld, het orderboek is goed gevuld en het resultaat is verbeterd. De ontwikkelingen die we op het gebied van e-mobility realiseren verheugen me zeer. Er is een duidelijke productietoename van onderdelen die door Neways ontwikkeld zijn in opdracht van de klant. Tevens zien we dat maatregelen van onze verbeterprogramma's binnen de gehele groep verder worden opgepakt. We zijn ervan overtuigd dat dit in de toekomst een positieve bijdrage zal leveren. Al deze ontwikkelingen tonen aan dat Neways zich in een uitstekende positie bevindt om te profiteren van de huidige en toekomstige cyclische groei bij OEMs in de voor ons belangrijkste bedrijfssectoren: Semiconductor, Automotive en Industrial.' De vooruitzichten voor geheel 2017 werden gehandhaafd. Neways verwacht een hogere netto omzet en een beter bedrijfsresultaat te realiseren ten opzichte van 2016. Wij handhaven onze taxaties van een winst per aandeel van € 1,00 voor het lopende boekjaar (2016: € 0,80) en van € 1,15 voor 2018. Tegen de huidige beurskoers van € 13,75 wordt 12x de verwachte winst 2018 voor de aandelen Neways Electronics International betaald en komt het dividendrendement alsdan op 3,3%.

Wetenschappelijke uitgeverij **Koninklijke Brill** meldde de benoeming van Peter Coebergh als CEO en van Olivier de Vlam als CFO en COO van de onderneming, waarmee de opvolging van de in mei volgend jaar terugtrekkende CEO Herman Pabbruwe is ingevuld. Zowel Coebergh (1961) als De Vlam (1968) is sinds 2015 werkzaam bij Brill, de eerste in de functie van EVP Marketing & Sales, de tweede als EVP Finance & Operations. Coebergh was voorheen werkzaam bij Springer Nature (sinds 2001) en De Vlam bij Wolters Kluwer (sinds 1995). Brill is voorts voornemens begin volgend jaar een Chief Publishing Officer (CPO) te benoemen die samen met Coebergh en De Vlam het Executive Committee van Brill moet gaan vormen. In augustus maakte Brill melding van een gunstig verlopen eerste helft van het boekjaar 2017. De omzet nam met 11% toe van € 14,4 miljoen naar € 16,0 miljoen, waarvan 2,2%-punt een autonoom karakter had. De acquisitie van de Duitse uitgeverij Schöningh & Fink voegde 9,0%-punt toe. Voor geheel 2017 voorziet het management een gecombineerde omzettoename van meer dan 10% inclusief een autonome omzetgroei van 2 à 3%-punt en enige verbetering van de EBITDA-marge. Overigens daalde de EBITDA in H1 2017 van € 1,7 miljoen naar € 1,1 miljoen door bedrijfs- en acquisitie-gerelateerde kosten, eenmalige royaltykosten, het typische seizoenpatroon van de business van Schöningh & Fink (omzet en winst vooral in het tweede halfjaar) en voor de uitbouw van de commerciële organisatie. Het verdienmodel van Brill tendeerde in H1 2017 verder in de richting van digitaal, abonnements-gedreven en dus een groter aandeel wederkerende inkomsten. Niettemin blijft voor het jaarresultaat de eindejaar verkopen in december van cruciale betekenis. Op dinsdag 14 november a.s. komt de onderneming met een trading update over het derde kwartaal. Wij hanteren een winsttaxatie 2017 van € 1,60 per aandeel (2016: € 1,49), en een 2018-taxatie van € 1,85. Tegen de huidige beurskoers van € 36,25 wordt 19,6x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Koninklijke Brill betaald. Het dividendrendement bedraagt alsdan 4,4%.

Op donderdag 19 oktober jl. is Ton Anbeek, voorheen bestuursvoorzitter van Beter Bed Holding, benoemd als CEO en Voorzitter van de Raad van Bestuur van fietsenproducent **Accell Group**. Behalve Ton Anbeek hebben Hielke Sybesma (CFO), René Snijders Blok (COO) en Jeroen Both (Chief Supply Chain Officer) zitting in de Raad van Bestuur. Aan dit college de taak om het ambitieuze middellange termijnplan (2017 – 2022) van Accell Group – omzet naar € 1,5 miljard (2016: € 1,048 miljard), EBITA-marge van 6,3% naar 8,0%, werkkapitaal van maximaal 25% van de netto omzet (2016: 29,2%) en een Return on Capital Employed (ROCE) van meer dan 15% (2016: 12,2%) – te realiseren.

Zoals vaak zichtbaar bij een dergelijke taakstelling, gaat de kost in eerste instantie voor de baat uit. Voor de uitrol van de aangescherpte strategie zullen de extra kosten in de komende twee à drie jaar in totaal € 20 - 30 miljoen bedragen. Dit komt met name door extra investeringen in de supply chain, human resources, innovatie en ICT. Daarnaast zullen de commerciële en (online) marketinginspanningen toenemen, waarmee naar verwachting ook de marketingkosten zullen stijgen naar een niveau van 3-4% van de omzet (2016: 2,5%).

Accell Group is actief in een bedrijfstak waar disruptie aan de orde van de dag is. Weliswaar neemt de vraag naar hoogwaardige e-bikes wereldwijd sterk toe, tegelijkertijd is er een scherpe prijsdruk in met name Nederland door agressieve aanbieders die met nieuwe verdienmodellen de traditionele vakhandel stevig tegenspel bieden. De halfjaarcijfers 2017 die op 21 juli jl. werden gepubliceerd, toonden dan ook een daling van het bedrijfsresultaat voor buitengewone posten van 12,6% van € 54,4 miljoen naar € 47,5 miljoen. Voor de tweede helft van 2017 werd een met H2 2016 vergelijkbaar operationeel resultaat van circa € 16 miljoen in het vooruitzicht gesteld, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Accell Group publiceert geen cijfers over het derde kwartaal 2017 en zal pas op vrijdag 9 maart 2018 terugkoppeling geven over de jaarcijfers 2017. Wij houden rekening met aanvullende reorganisatielasten ten laste van boekjaar 2017, zodat de nieuwe bestuursvoorzitter het komende jaar met een opgeschoonde balans een frisse start kan maken. Exclusief deze lasten noteert het aandeel Accell Group op de huidige beurskoers van € 25,80 tegen ruim 27x de getaxeerde winst per aandeel 2017 van € 0,95 (2016: € 1,26). In mei van dit jaar deed concurrent Pon Holdings een bieding van € 33,- per aandeel Accell Group die door het management werd afgewezen.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 november 2017 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	13,2%
Hunter Douglas	13,0%
Flow Traders	10,8%
TKH Group	10,0%
BE Semiconductor Industries	9,7%
Nedap	8,8%
Kendrion	6,5%
Neways Electronics International	6,0%
Sif Group	4,5%
Aalberts Industries	4,1%
Overige 6 participaties	14,0%
Liquiditeiten en overige	-0,6%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De fundamentele groeidrivers voor aandelenbeleggingen – economische groei, technologische vernieuwing, lage rente, voldoende politieke en valutaire stabiliteit – zorgen momenteel voor een gunstig beleggingsklimaat, hetgeen zich dit jaar vertaalt in gestaag oplopende beurskoersen.

Het middellange termijnperspectief van onze portefeuille is daarbij onveranderd positief. Wel voorzien wij in de tweede helft van dit jaar lichte margedruk ontstaan uit hoofde van de in waarde gestegen euro ten opzichte van de US dollar en het Britse pond. Daartegenover staat dat de ondernemingen in de portefeuille door de verhoogde investeringen van de afgelopen periode een versterkte basis voor winstgroei in 2018 en 2019 hebben gelegd.

Per eind oktober noteerde de portefeuille tegen een K/W-verhouding van 15,4x de getaxeerde gewogen winst 2018 en bedroeg het hiervan afgeleide getaxeerde gewogen bruto dividendrendement 3,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 7 november 2017

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen