

MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2018

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt was zwak gestemd in de maand oktober. De AEX-Index daalde 5,6% naar 518,70, de Amsterdam Midkap Index leverde 6,3% in op 736,59 en de Amsterdam SmallCap Index verloor 8,7% op 934,30.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in oktober met 6,3% van € 50,56 naar € 47,38. Over de eerste tien maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van -13,3%.

Het fondsvermogen per 1 november 2018 bedroeg € 106,8 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 103,5 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind oktober 3,1% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 november 2018 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 47,62
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 47,38
Fondsvermogen	€ 106.794.214
Aantal uitstaande aandelen	2.253.884

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	-13,30	+118,61
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	-1,87	+54,55
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-9,55	+48,10
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	-11,66	+96,97

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/10/2018

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/10/2018)

Peildatum: 31/10/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Flow Traders	+31,7	-12,3	+10,7	+11,1
2.	Nedap	+7,0	-15,1	-7,4	-15,1
3.	Hunter Douglas	-15,1	-6,6	-10,3	-9,2
4.	Lucas Bols	-18,3	-10,2	-6,5	-1,3
5.	Neways Electronics Int.	-21,4	-19,4	-7,6	-10,6
6.	Sif Group	-21,9	-21,0	-16,8	-7,6
7.	TKH Group	-22,8	-14,8	-16,6	-7,9
8.	Acomo	-23,1	-16,2	-7,6	-4,5
9.	Aalberts Industries	-23,4	-20,5	-16,4	-11,5
10.	Brunel International	-25,0	-26,5	-21,8	-12,1
11.	Kendrion	-28,8	-20,0	-27,7	-10,8
12.	ASM International	-34,0	-23,6	-23,2	-14,8
13.	Koninklijke Brill	-38,3	-38,4	-23,0	-6,6
14.	Accell Group	-41,4	-20,7	-13,7	-8,2
15.	BE Semiconductor Ind.	-43,9	-34,0	+1,8	+4,2

- 1) In oktober realiseerden 2 van de 15 participaties (= 13%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren eveneens 2 van de 15 participaties (= 13%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Flow Traders** bovengemiddeld in de portefeuille. De liquiditeitsverschaffer in ETFs profiteert van de toegenomen koersvolatiliteit op financiële markten en kende een sterke start van Q4 2018. De beurskoers van **Besi** herstelde sterk van een nieuw dieptepunt door beter dan verwachte Q3 cijfers en orderintake;
- 3) **ASM International** en **Nedap** waren de zwakst presterende deelnemingen in oktober. De beurskoers van ASMI stond onder druk omdat de onderneming medio oktober het aandeleninkoopprogramma afrondde waardoor de hieruit voortkomende koerssteun kwam te vervallen. De extra koersdaling van Nedap laat zich verklaren uit de relatief en absoluut goede performance in de voorgaande periode(n).

Bedrijfsnieuws

Flow Traders – rustig kwartaal, Q3 cijfers 2018 veel beter dan Q3 2017

Bedragen in € miljoen	Q3 2018	Q3 2017	% verandering	YTD 2018	YTD 2017	% verandering
Net trading income	42,4	31,7	+34	309,3	126,7	+144
- EMEA (Europa)	27,5	21,4	+29	109,4	87,1	+26
- Americas	8,1	6,9	+17	175,5	28,3	+521
- APAC (Azië)	6,8	3,4	+100	24,5	11,3	+116
EBITDA	12,7	7,6	+67	166,0	42,8	+288
Nettowinst	8,2	5,6	+46	135,0	31,7	+327
Winst per aandeel (€)	0,18	0,12	+50	2,91	0,68	+328

Liquidity provider Flow Traders rapporteerde tevredenstellende cijfers over het derde kwartaal 2018. In dit seizoenmatig rustige kwartaal liep de koersvolatiliteit op de financiële markten tijdelijk terug, waardoor de winstgevendheid op een relatief laag niveau lag. Ten opzichte van het vergelijkbare kwartaal in 2017 werd evenwel een duidelijke progressie geboekt. Volgens co-CEO Dennis Dijkstra is dit het gevolg van het nauwgezet uitvoeren van de groeistrategie van de

onderneming. Onder meer een beter momentum in OTC trading lag ten grondslag aan de verbeterde resultaten, terwijl ook het marktaandeel van Flow Traders in relevante markten verder toenam. Het verschaffen van liquiditeit in de internationale valutahandel (forex) ging het afgelopen kwartaal live in EMEA.

Het is de bedoeling deze expansie in de toekomst ook na te streven in andere asset classes, hetgeen moet leiden tot een verbeterde diversificatie van het bedrijfs- en verdienmodel.

Voor het lopende boekjaar ligt Flow Traders in elk geval goed op koers om onze taxatie van een winst per aandeel van € 3,50 (2017: € 0,85) te realiseren. In de eerste twee weken van oktober lag het verhandelde volume circa 50% tot 75% hoger dan in september met bovendien een fors hogere koersvolatiliteit, zodat Q4 2018 een uitstekende start kende. Tegen de huidige beurskoers van € 28,- wordt 8x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Flow Traders betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 7,9% bij een veronderstelde pay out-ratio van 63%.

ASM International – goede Q3 cijfers 2018 en record orderintake

Bedragen in € miljoen	Q3 2018	Q3 2017	% verandering	Q2 2018	% verandering
Omzet	195,7	178,1	+10	208,7	-6
Brutomarge (%)	40,9	38,8	+210 bps	42,1	-120 bps
Bedrijfsresultaat	28,0	20,8	+35	38,3	-27
Genormaliseerde nettowinst	42,2	42,6	-1	62,4	-32
Orderintake	258,0	160,4	+61	175,9	+47

Chipmachineproducent ASM International rapporteerde Q3 cijfers die wat de gerealiseerde omzet betreft aan de bovenkant van de consensusverwachting uitkwam (€ 180 – 200 miljoen). Daarentegen bleek de orderintake aanzienlijk hoger te zijn dan wat ASMI bij publicatie van de halfjaarcijfers had geïndiceerd (€ 200 – 230 miljoen).

De nu gemelde € 258 miljoen betekent een record voor ASMI en ligt 25% boven de vorige recordstand.

CEO Chuck del Prado gaf als toelichting dat deze hoge orderingang wordt gedragen door de segmenten logic (Intel), foundry (TSMC) en analog. De transitie naar kleinere en snellere chips werkt nu in het voordeel van ASMI dat op deelsegmenten (met name ALD) een toonaangevende positie bekleedt.

De gerealiseerde brutomarge lag met 40,9% binnen de eerder gecommuniceerde bandbreedte. ASMI gaf ook een stevige prognose voor het lopende kwartaal: in Q4 2018 wordt een omzet van € 220 – 250 miljoen verwacht en een orderintake van € 240 – 260 miljoen. Traditioneel wordt deze prognose gegeven met het voorbehoud van onzekerheid met betrekking tot de precieze timing van de verkoop van de machines. De sterke verbetering van het korte/middellange termijnperspectief van ASMI volgt op een periode (Q3 2018) waarin de onderneming € 380 miljoen uitkeerde aan aandeelhouders in de vorm van inkoop eigen aandelen en een belastingvrij dividend.

Op 11 oktober jl. rondde ASMI het op 5 juni 2018 gestarte SBB (share buy back) programma af. In totaal werd gedurende deze periode voor een bedrag van € 250 miljoen ingekocht, te weten 5.443.888 aandelen tegen een gemiddelde beurskoers van € 45,92. Op 10 augustus werd € 4,00 per aandeel als (belastingvrij) dividend uitgekeerd, onderdeel van de opbrengst van het vorig jaar verkochte 11%-pakket in deelneming ASM PT.

In twee jaar tijd heeft ASMI meer dan 10 miljoen eigen aandelen ingekocht, waardoor het aantal uitgegeven aandelen is gedaald van ruim 60 miljoen naar 49,2 miljoen per 11 oktober jl. Dit impliceert dat bij een gelijkblijvende winst de winst per aandeel navenant (= 18%) sterker zal stijgen dan wanneer de SBB's niet zouden zijn uitgevoerd.

De sum-of-the-parts van ASMI laat zich momenteel op circa € 58,00 per aandeel berekenen, te weten:

- Waarde belang ASM PT (25%) à HK\$ 75,25 = € 865 miljoen
- Netto kaspositie per 31-10-2018 = € 227 miljoen
- Geschatte waarde front-end business @ 11x EBIT-multiple 2019 = € 1,78 miljard
- **Totaal** = € 2,872 miljard → € 58,38 per aandeel

Tegen de huidige beurskoers van € 40,- bedraagt de discount derhalve 31% ten opzichte van de sum-of-the-parts waardering, ofwel een opwaarts koerspotentieel van ruim 45%. Op basis van onze verwachte winst per aandeel 2019 van circa € 4,00 bedraagt de K/W-verhouding thans 10 en bedraagt het dividendrendement 2,3%.

BE Semiconductor Industries – hoge brutomarge en herstel orderintake in Q3 2018

Bedragen in € miljoen	Q3 2018	Q3 2017	% verandering	Q2 2018	% verandering
Omzet	116,7	159,3	-27	161,1	-28
Bedrijfsresultaat	38,6	63,2	-39	59,3	-35
Nettowinst	29,3	52,9	-45	47,2	-38
Winst per aandeel (€)	0,39	0,71	-45	0,63	-38
Orderintake	107,9	161,5	-33	86,3	+25

De Q3 2018 cijfers van chipmachineproducent BE Semiconductor Industries (Besi) waren iets beter dan de verwachtingen van analisten en de eerdere prognose van het management. Deze cijfers worden vergeleken met een zeer sterke periode een jaar eerder; daarnaast is er het traditionele seizoenpatroon waarin de tweede jaarhelft altijd lagere omzetten/resultaten oplevert dan de eerste zes maanden.

Ofschoon in enkele marktsegmenten (high-end mobile toepassingen, geheugenchips bij eindklanten) duidelijk sprake is van dalende omzetten, werd op andere terreinen (automotive, computing toepassingen) progressie geboekt.

Als vanouds slaagde Besi erin de kostenbasis snel aan te passen aan de afgenomen activiteit van de markt; hierdoor werd een zeer hoge brutomarge van 58,0% behaald (Q2 2018: 56,5%; Q3 2017: 58,7%).

Een nettowinstmarge van ruim 25% in een dalende markt is eveneens een bewijs van de kracht van het bedrijfs- en verdienmodel van de onderneming.

De netto kaspositie steeg in Q3 met € 50 miljoen naar € 160,1 miljoen, ofwel 10% van de huidige beurswaarde. Net als ASMI koopt ook Besi eigen aandelen in, zij het een beduidend kleiner aantal. In Q3 betrof het een tegenwaarde van € 11,2 miljoen.

Over de eerste negen maanden realiseerde Besi een winst per aandeel van € 1,52, ofwel 12% lager dan recordjaar 2017 (€ 1,74). Het management voorspelt voor Q4 2018 een omzetzdaling van 20-25% in vergelijking met Q3 2018, deels vanwege het seizoenpatroon en deels vanwege de afzwakkende markt. Het is volgens CEO Richard Blickman nog te vroeg om vast te stellen of de huidige teruggang in de markt enkel een tijdelijke pauze is na de sterke capaciteitsuitbreiding van 2017 of dat een langere neergaande fase in de conjunctuurcyclus is aangebroken.

De neergaande fase biedt ook overnamekansen voor Besi nu de bedrijfswaarderingen de afgelopen maanden fors zijn gedaald. Wij sluiten niet uit dat Besi met haar goed gevulde oorlogskas van ruim € 500 mln hiervan gebruik gaat maken. Positief was de met 25% gestegen orderintake in het afgelopen kwartaal, na een vraagherstel van Aziatische klanten naar machines voor mobiele applicaties. Besi gaat onverminderd door met het uitvoeren van het strategisch plan, met accent op ontwikkelingsinspanningen om eindklanten tijdig te voorzien van de nieuwste machines op het gebied van Advanced Packaging, zoals TCB, FOWLP, Panel and Wafer Molding. Deze machines zijn onmisbaar bij de uitrol van nieuwe technologie in het brede kader van The Digital Society.

Tegelijkertijd zet Besi de inspanningen voort om de kosten de komende drie jaar met structureel € 15 – 20 miljoen te verlagen. Op basis van de huidige inzichten taxeren wij een winst per aandeel van circa € 0,25 in Q4 2018, waarmee voor FY 2018 een winst per aandeel van circa € 1,77 in beeld komt.

Tegen de huidige beurskoers van € 20,- wordt daarmee 11,3x de verwachte winst voor aandelen Besi betaald en komt het dividendrendement op 8,9% uitgaande van een pay-out ratio van 100%.

Voor 2019 zal de winst per aandeel naar verwachting in de bandbreedte € 1,00 (*worst case scenario*) en € 1,75 uitkomen, waarna in 2020 (of eerder) een sterk omzet- en winstherstel aannemelijk is, omdat Besi dan bij uitstek goed is gepositioneerd om volop te profiteren van de volgende opgaande fase van de investeringscyclus.

Gezien de lage beurswaardering, het hoge dividendrendement en de goede middellange termijn groeiperspectieven handhaven wij het aandeel Besi onveranderd in de bovenste regionen van de portefeuille. Ondanks het sterke koersherstel na publicatie van de Q3 cijfers en Q4 outlook 2018 is de shortpositie in het aandeel verder toegenomen

naar een recordhoogte van 11,57% van het uitstaande aandelenkapitaal. Ruim de helft daarvan staat op verlies. Besi is na Fugro het meest geshorte aandeel van Euronext Amsterdam.

Nedap – nieuwe RFID klanten voor Nedap Retail

Bedragen in € miljoen	FY 2017	FY 2018 (tax)	% verandering	FY 2019 (tax)	% verandering
Omzet	182,2	198,6	+9	216,5	+9
Recurring omzet	30,9	36,8	+19	44,0	+20
Bedrijfsresultaat (EBIT)	9,9	20,4	+106	23,8	+17
EBIT-marge (%)	5,4	10,3	+4,9% punt	11,0	+0,7% punt
Nettowinst	8,9	17,1	+92	21,3	+25
Winst per aandeel (€)	1,34	2,55	+90	3,18	+25
Dividend per aandeel (€)	2,50	2,50	0	3,00	+20

Technologiebedrijf Nedap meldde dat de Scandinavische retailer Voice Norge AS heeft gekozen voor !D Cloud voor de RFID-uitrol in hun 200 winkels in Noorwegen. !D Cloud is het toonaangevende RFID-softwareplatform van Nedap. De volledige uitrol, die binnen zes maanden werd afgerond, werd voorafgegaan door een pre-rollout in vier winkels. Met als resultaat een voorraadnauwkeurigheid van ruim 98%, wat leidde tot een betere productbeschikbaarheid en meer omzet. Op basis van deze resultaten besloot Voice Norge om !D Cloud uit te rollen in hun 200 winkels binnen de Voice retailketen, onder meer in winkels van Match, VIC en Boys of Europe. Het betreft de grootste RFID-implementatie tot nu toe in Scandinavië.

Deze volgde op de keuze van het Franse herenmodemerk Celio voor de !D Cloud-software van Nedap in september. Deze uitrol naar 750 Europese Celio-winkels werd binnen tien maanden gerealiseerd en wordt deze maand afgerond. De !D Cloud-software suite van Nedap is een SaaS-oplossing (Software-as-a-Service) speciaal ontwikkeld voor RFID-toepassingen in de detailhandel. !D-Cloud is de snelste manier voor retailers om RFID te implementeren.

Met de Nedap-oplossing kan de nauwkeurigheid van winkelvoorraden tot ruim 98% verbeteren. De software geeft real-time inzicht in voorraadniveaus en de exacte locatie van elk item. Het vormt de basis voor omnichannel-concepten zoals Click & Collect.

Wij hanteren voor het lopende boekjaar een taxatie van de winst per aandeel van € 2,55 (2017: € 2,02) en zien voor boekjaar 2019 een voortgaande stijging naar € 3,18. Tegen de huidige beurskoers van € 45,50 wordt 14,3x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Nedap betaald. Het bijbehorende dividendrendement komt op 6,6% uitgaande van een pay-out ratio van 94%.

TKH Group – Award en omvangrijke acquisitie

Bedragen in € miljoen	2017	2018tax	%change	2019tax	%change
Omzet	1.484	1.610	+9	1.750	+9
EBITA	151	177	+17	205	+16
EBITA-marge (%)	10,2	11,0	+80 bps	11,7	+70 bps
Nettowinst	95,6	120,0	+26		
Winst per aandeel (€)	2,30	2,80	+22	3,15	+13
Dividend per aandeel (€)	1,20	1,40	+17	1,55	+11

Tijdens een officiële ceremonie op 25 oktober 2018 ontving Harm Voortman, CEO van Veluwe Machine Industrie (VMI) en lid Raad van Bestuur TKH Group, een award uit handen van Jean-Dominique Senard, Chief Executive van de Michelin-groep voor de uitzonderlijke bijdrage die VMI de afgelopen jaren als leverancier van innovatieve bandenbouwsystemen heeft geleverd aan de Michelin-groep.

Michelin reikte de prijs uit die verwijst naar het commitment om een partnership met de Michelin-groep op te bouwen dat leidt tot gezamenlijke voordelen voor de toekomst. De prijs bevestigt de prestaties van VMI gedurende de afgelopen

jaren om te voldoen aan de uitdagende hoge eisen en standaarden van Michelin. De langdurige samenwerking tussen VMI en Michelin dateert uit de vroege jaren '70 met de levering van een 'batch-off' gevolgd door verschillende andere soorten machines. Meer recent is de samenwerking uitgebreid naar het leveren van zeer geavanceerde bandenbouwtechnologie.

TKH Group meldde voorts dat overeenstemming is bereikt met private equity investeerder Ambienta Sgr S.p.A. over de overname van Lakesight Technologies, een wereldwijde speler voor innovatieve high-end vision-technologie voor imaging systems. Lakesight heeft een breed portfolio van hoogwaardige vision-technologieën die goed passen bij de technologieën op het gebied van vision en security van TKH. De combinatie zal synergie genereren en groei versnellen, vooral in TKH's gedefinieerde verticale groeimarkten Machine Vision en Tunnel & Infra.

De gecombineerde technische expertise en know-how zal de strategie van TKH op het gebied van technologieleiderschap ondersteunen.

Lakesight realiseert met 169 medewerkers een jaaromzet van circa € 45 miljoen. De hoofdvestiging is gesitueerd in Unterschleissheim, Duitsland. De onderneming is voornamelijk actief op de industriële en mobiliteitsmarkt en biedt machine vision-oplossingen voor inspectie, meting en procescontrole. In de industriële markt voldoet Lakesight aan complexe en hoge eisen van verschillende eindmarkten, waaronder de halfgeleider-, elektronica-, automotive, printing- en voedingsindustrie. Voor de mobiliteitsmarkt worden camera's en oplossingen geleverd op het gebied van intelligente verkeerssystemen die cruciaal zijn voor veiligheidstoepassingen, zoals snelweg- en tunnelbewaking, voor tolheffing en verkeershandhaving, toegangscontrole op parkeerterreinen en in het openbaar vervoer.

De oplossingen van Lakesight zijn cruciaal bij het waarborgen van kwaliteitsnormen, het verbeteren van de energie- en materiaalefficiëntie, het verminderen van transport-gerelateerde emissies en vervuiling, waarmee ze duurzame milieuvordelen opleveren.

TKH verwerft 100% van de aandelen van Lakesight. De overname zal naar verwachting voor het einde van het jaar worden afgerond en zal vanaf 2019 bijdragen aan de winst per aandeel van TKH Group. De aankoopprijs en de EBITDA-multiple zijn in lijn met de waardering van technologiebedrijven. Dit impliceert een Enterprise Value/EBITDA multiple van 12-13x waarbij EBITDA-marges van in de 20-30% bandbreedte zijn verondersteld.

De ondernemingswaarde komt in deze calculatie op ruim € 140 miljoen uit. TKH zal de transactie financieren via een overbruggingskredietfaciliteit evenals uit bestaande middelen.

Neways Electronics International – sterke Q3 cijfers en vooruitzichten 2018

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 automotieve klanten, waar normaal gesproken de boeken medio december worden gesloten. Of deze extra omzet ook dit boekjaar kan worden gerealiseerd is niet vanzelfsprekend.

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 € 11,30 op slechts 9,0 keer de verwachte winst worden verhandeld. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 40% bedraagt het verwachte dividendrendement 4,4%.

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 € 1,55, een toename van 24% in vergelijking met FY 2018 van € 1,25. Deze prognose verklaart de relatief hoge weging (7%) 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 – eerste belangrijke order van Ørsted

Bedragen in € miljoen	FY 2017	FY 2018tax	% change	FY 2019tax	% change
Omzet	327,2	239,3	-27	358,2	+50
Contributie	135,6	82,1	-39	147,7	+80
EBITDA	54,6	19,7	-64	81,9	+316
Nettowinst	30,8	2,2	-93	49,7	+2159
Winst per aandeel (€)	1,21	0,09	-93	1,95	+2067
Productie in Kiloton	232	150	-35	255	+70
Bezetting (%)	84,4	50,0		85,0	
Koers/Winst-verhouding	14,4	166,7		7,7	

Funderingsspecialist Sif Group meldde dat van de Deense energieonderneming Ørsted, het voormalige Dong Energy, een order voor de productie van 47 monopiles met een productiewaarde van circa 40 Kiloton heeft ontvangen voor het Borssele I – II windpark. Met de productielocatie Maasvlakte II is Sif perfect gepositioneerd om deze opdracht uit te voeren. Het windpark Borssele I – II ligt circa 22 kilometer uit de Zeeuwse kust en heeft een oppervlakte van circa 138 km² met waterdiepten tot 38 meter. Er zullen acht MW Siemens Gamesa 8.0 – 167 DD windturbines worden geïnstalleerd die weer op 94 monopiles met transitiestukken worden gemonteerd.

De productie van de monopiles bij Sif vindt plaats in 2019. Deze opdracht was reeds verwerkt in het eerder gerapporteerde orderboek en is nu definitief geworden. Het beleggingsperspectief van Sif Group blijft naar onze mening uiterst attractief. 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 € 15,- wordt thans 7,7x de verwachte winst 2019 voor de aandelen Sif betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 30% bedraagt het bijbehorende dividendrendement 4,0%.

Koninklijke Brill – winstwaarschuwing Q3 en verlaging FY outlook 2018

	2017	2018tax	2019tax	%-verandering
Omzet	36,4	35,7	38,0	+6
EBITDA	4,2	3,2	4,5	+41
EBITDA-marge (%)	11,4	8,8	11,8	+300 bps
Bedrijfsresultaat	3,3	2,4	3,6	+50
Nettowinst	2,3	1,5	2,5	+67
Winst per aandeel (€)	1,21	0,80	1,35	+69

In een tussentijds bericht meldde wetenschappelijk uitgever Koninklijke Brill tegenvallende verkopen in Q3 2018. In het bijzonder bij gedrukte uitgaven in Europa en Azië was sprake van een tegenvallende verkoop met jaar-op-jaar een omzetsdaling van circa 10%. Bovendien bleven ook de tijdschriftverkopen beduidend achter bij Q3 2017. Deze liggen voor de eerste negen maanden van 2018 overigens nog wel hoger dan de vergelijkbare omzet een jaar eerder.

De verkoop van e-books vertoonde een gezonde groei van 20% in vergelijking met Q3 2017, maar deze groei was onvoldoende om de teruggang in gedrukte uitgaven volledig te compenseren. Dientengevolge verlaagde het management de omzetprognose voor FY 2018 van een bescheiden groei naar een lichte daling van 1-2%. Daarenboven zullen de operationele kosten in 2018 eenmalig op een hoger niveau liggen door een latere oplevering van het nieuwe Brill.com online platform. Hierdoor zal de EBITDA in het lopende jaar naar verwachting 20-25% achterblijven bij het niveau van 2017.

Voorts werd bekend dat CFO Olivier de Vlam wegens ziekte tijdelijk terugtreedt uit de leiding van de onderneming. Zijn taken worden deels overgenomen door interim-CFO Wim Dikstaal, die eerder werkzaam was bij Wolters Kluwer.

CEO Peter Coebergh vervult tevens de rol van COO tot de terugkeer van Olivier de Vlam, vermoedelijk in de loop van 2019. Tenslotte meldde Brill de overname van het volledige uitgeefprogramma van de Engelse uitgever Deo Publishing. Deze uitgever is gespecialiseerd in religieuze studies en voegt circa 50 titels en een goed gevulde productiepijplijn toe aan de Brill-portefeuille. Wij taxeren de omzetbijdrage op circa € 0,1 – 0,2 miljoen.

Vorige maand spraken wij uitgebreid met het management over de gevolgde strategie. De onderneming zet in op een kostenverlagingsprogramma dat per 2020 tot een structurele operationele kostenverlaging van € 0,6 miljoen moet leiden. Hiertoe worden in zowel 2018 als 2019 buitengewone lasten van in totaal € 0,8 miljoen genomen. Gegeven het eenmalige karakter van deze operatie en Brill's goede middellange termijn vooruitzichten, zullen deze extra lasten geen invloed hebben op het dividendbeleid.

Het middellange termijnperspectief van Koninklijke Brill schatten wij onverminderd positief in. Het management heeft als prioriteit de omzet per medewerker te verhogen. Daartoe wordt een strategisch driejarenplan uitgevoerd met als kernpunten:

- Uitbreiding van de marktpositie (bestaande leidende segmenten uitbouwen, aangrenzende segmenten toevoegen aan de portefeuille, nieuwe productformats introduceren);
- Vergroting marktaandeel (uitbreiding van het verkoopteam, nadruk op goed verkopende uitgaven (de *'flagships'*), toename van digitale marketinginspanningen);
- (blijven) Investeren in de uitvoerende kant van het bedrijf (content, platforms, applicaties, logistiek, *cloud*).

Er zijn voldoende initiatieven gestart die op termijn moeten leiden tot het vergroten van de winstgevendheid van Brill.

Binnen een termijn van twee-drie jaar moet het mogelijk zijn een jaaromzet van tenminste € 40 miljoen te realiseren.

Dit impliceert een toename van bijna 10% in vergelijking met de omzet van 2017 van € 36,4 miljoen.

Deze stijging zal met name kunnen worden geboekt in Duitsland, waar met de overname van Schöningh & Fink (S&F) in 2016 een zogenaamde *stepping stone acquisition* is gedaan. Inmiddels is S&F vrijwel doorgeschakeld naar het handelssysteem van Brill, zodat de content sneller binnen bereik van een grotere doelgroep komt.

Het is nu ook eenvoudiger om nieuwe *add-on* acquisities sneller op het Brill-netwerk aan te sluiten. Daarnaast is Brill al enkele jaren actief om de presentie in Azië te vergroten – omzet 2017: € 4,6 miljoen, een toename van 12% in vergelijking met 2016. Dit leidt in China al tot een gestaag stijgende afzet. India is een tweede speerpunt van het

management. Na een recente *launch meeting* in Delhi lijkt realisering van een omzet van tenminste 'enkele tonnen' binnen een afzienbare termijn alleszins haalbaar. Daarbij is van belang dat de Indiase markt een Engelstalige is.

Brill richt zich in eerste instantie op het binnenhalen van wederkerende omzet, ofwel abonnementen op tijdschriften dan wel de (jaarlijkse) afname van al of niet gedrukte standaardwerken.

Tenslotte is ook op de volwassen (thuis)markten van Noord-Amerika en Europa ruimte om te groeien. Het digitaliseringsproces is hierbij een sleutel tot groei.

Op de nagenoeg geheel vernieuwde website *brill.com* zijn auteurs, klanten en boekhandelaren sneller en effectiever in staat om tot transacties te komen. Al deze initiatieven kenmerken zich door het gegeven dat de kost voor de baat uitgaat. De resultaten van Brill zijn de voorgaande periodes dan ook vertekend door de nodige *one-offs*, zoals integratie- en acquisitiekosten.

De periode tot 2020 zal bovendien worden benut om een programma van kostenbesparing ten uitvoer te brengen. Hierbij moet worden gedacht aan onder meer een kleine reductie in het aantal medewerkers, alsmede aan een kritische blik op de tijdschriftenportefeuille van een kleine 300 titels. Vanaf 2020 moet een strakker georganiseerd Brill in staat zijn de minimaal gewenste EBITDA-marge van 15% eenvoudig te realiseren (2017: 9,1%). Dit perspectief komt overeen met een winst per aandeel van tenminste € 1,75 per aandeel.

Voor het lopende (transitie)jaar 2018 hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel van € 0,80 en gaan uit van een pay-out ratio van 85% waaruit een dividend van € 0,68 per aandeel volgt. Deze prognose is overigens met de nodige onzekerheid omgeven vanwege de onvoorspelbaarheid van de belangrijke eindejaarsverkopen in Q4 2018.

Tegen de huidige beurskoers van € 20,00 wordt alsdan 29,4x de getaxeerde winst voor de aandelen Brill betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 3,4%. De waardering van (oogst)jaar 2020 is met een Koers/Winst-verhouding van 11,4x en een hiervan afgeleid dividendrendement van 7,4% uiterst aantrekkelijk.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 november 2018 betreffen:

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

Vooruitzichten

Na een periode van vijf maanden van nagenoeg onafgebroken koersdalingen, waarbij de beurskoers van Add Value Fund ruim 27% daalde van € 62,17 naar € 45,30, was in de laatste week van oktober een duidelijke kentering zichtbaar. In vier handelsdagen volgde een koersherstel van ruim 9% naar € 49,52. De over het algemeen gunstige ontwikkeling van de bedrijfsresultaten van ondernemingen lag mede ten grondslag aan deze opleving. Het is evenwel nog te vroeg

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

om te spreken van een verbetering van het beurs sentiment. Daarvoor is de onzekerheid rond een dreigende handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China/West-Europa nog te groot, terwijl ook de aanhoudende politieke spanningen in Europa (Italië, Duitsland, UK – Brexit) beleggers vooralsnog in een defensieve positie en afwachtende houding dwingen.

Begin november noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 11,3x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,6%.

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. Wij hebben in de verslagmaand geleidelijk onze ruime liquide positie ingezet om optimaal te profiteren van de huidige aantrekkelijke waarderingen ter beurse.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 6 november 2018