

MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2019

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt was verdeeld in de maand oktober. De AEX-Index daalde 0,5% naar 576,63, de Amsterdam Midkap Index voegde 3,0% toe op 858,57 en de Amsterdam SmallCap Index verloor 0,1% op 962,11.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in oktober met 0,3% van € 54,80 naar € 54,66. Over de eerste tien maanden van 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +25,9% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 november 2019 bedroeg € 97,4 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 96,6 miljoen was belegd in 13 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind oktober 0,8% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 november 2019 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 54,39
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 54,66
Fondsvermogen	€ 97.406.365
Aantal uitstaande aandelen	1.781.950

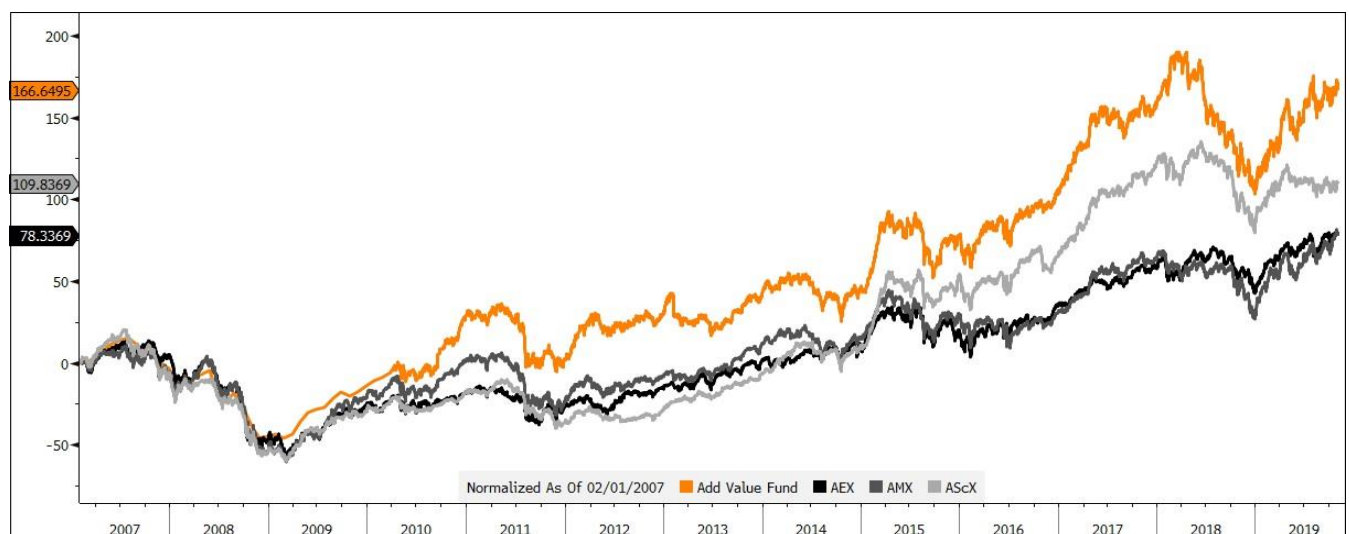
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+26,65	-18,27	+25,86	+166,65
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	-7,36	+22,23	+78,34
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-18,97	+33,87	+77,60
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	-16,28	+12,41	+109,84

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/10/2019

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/10/2019)

Peildatum: 31/10/2019

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	137,1%	48,7%	21,7%	6,6%
2. BE Semiconductor Ind.	75,0%	29,3%	22,7%	15,3%
3. Nedap	12,4%	-3,2%	-0,6%	5,9%
4. Aalberts	11,1%	3,0%	-1,1%	-0,8%
5. Acomo	4,3%	-4,8%	0,9%	-2,7%
6. TKH Group	2,7%	-4,3%	-14,8%	0,2%
7. Hunter Douglas	-2,7%	-8,9%	-6,5%	-3,7%
8. Lucas Bols	-9,8%	-8,1%	6,7%	1,1%
9. Sif Group	-12,7%	22,6%	1,9%	-1,2%
10. Neways Electronics Int.	-15,5%	-29,3%	-29,8%	-11,4%
11. Brunel International	-24,4%	-42,7%	-36,0%	-20,8%
12. Flow Traders	-24,9%	-17,4%	-11,6%	-12,1%
13. Kendrion	-28,9%	-13,0%	9,1%	3,3%

- 1) In oktober realiseerden 6 van de 13 participaties (= 46%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden eveneens 6 van de 13 participaties (= 46%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **BE Semiconductors** en **ASM International** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze aanhoudende *outperformance* volgde op de uitstekende derdekwaartaalcijfers en broker *upgrades*;
- 3) **Brunel International**, **Flow Traders** en **Neways Electronics International** waren de zwakst presterende participaties in oktober. Brunel rapporteerde onverwacht tegenvallende Q3 cijfers, waarna een *de-rating* van het aandeel een logisch gevolg was. Flow Traders rapporteerde alleszins redelijke Q3 cijfers, maar wist in de Verenigde Staten onvoldoende resultaat te behalen op de fixed income activiteiten. Neways stelde de winstprognose voor 2019 voor een tweede maal in twee maanden tijd neerwaarts bij.

Bedrijfsnieuws

ASM International – recordresultaten en outlook in neergaande halfgeleidermarkt

Bedragen in € miljoen	Q3 2019	Q3 2018	% change	9 mnd 2019	9 mnd 2018	%-change
Omzet	271,2	195,7	+39	780,2	563,4	+38
Bedrijfsresultaat	50,6	28,0	+81	144,7	78,0	+86
<i>Brutomarge</i>	42,4%	40,9%		42,2%	40,5%	
Genormaliseerde nettowinst	56,9	42,2	+35	131,7	123,4	+7
Nieuwe orders	291,8	258,0	+13	899,9	640,4	+41
Winst per aandeel (€)	1,08	0,76	+42	4,54	2,12	+114

ASM International, toonaangevend producent van front-end machines voor de halfgeleiderindustrie, rapporteerde voortgaande groei over Q3 2019. In vergelijking met Q2 2019 liep de omzet met 4% op naar € 271 miljoen, een nieuw record. De groei werd wederom gedreven door de segmenten *logic* en *foundry*. De orderingang bleek substantieel hoger te zijn dan werd geïndiceerd ten tijde van de publicatie van de halfjaarcijfers. Werd toen uitgegaan van € 250 – 270 miljoen nieuwe opdrachten, de werkelijke uitkomst van € 292 miljoen overtrof de hoogste analistenverwachtingen. Het waren nogmaals de segmenten *logic* en *foundry* die tekenden voor deze fraaie toename.

De kaspositie van ASMI vaart wel bij de gunstige ontwikkelingen. Per 30 september jl. bedroeg deze € 480 miljoen, terwijl er tevens een bankfaciliteit van € 150 miljoen beschikbaar was. Deze hoge netto kaspositie komt deels voort uit de ontvangst van \$ 57,5 miljoen schadeloosstelling door Kukosai Electric Corporation uit hoofde van bewezen patentbreuk, dat is de helft van de totale \$ 115 miljoen settlement. Daar bovenop ontvangen ze uit een andere nieuwe

settlement nog \$ 61 miljoen. De riante netto kaspositie heeft het ASMI-bestuur doen besluiten een interim dividend van € 1,- per aandeel uit te keren, en het eerder aangekondigde aandeleninkoopprogramma van € 100 miljoen per direct te starten en zo snel als mogelijk af te ronden.

De vooruitzichten voor Q4 2019 zijn een omzetsniveau in de bandbreedte € 310 – 330 miljoen en een getaxeerde orderingang van € 290 – 310 miljoen.

Scheidend CEO Chuck del Prado is onverminderd positief ten aanzien van de groeiperspectieven van zijn onderneming. Er is momenteel een sterke marktvraag naar ASMI-machines in het logic/foundry segment, gedreven door capaciteitsopbouw in de meest geavanceerde machines, die zich naar verwachting in ieder geval zal voortzetten in H1 2020. Wij taxeren een winst per aandeel voor settlements voor 2019 van circa € 4,15 en van € 5,75 voor 2020.

Tegen de huidige beurskoers van € 99,- wordt 17x de verwachte winst 2020 voor de aandelen ASMI betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt circa 2%, omdat wij na het interimdividend van € 1,- per aandeel een slotdividend van nogmaals € 1,- per aandeel verwachten.

BE Semiconductor Industries – goed resultaat onder zwakke marktomstandigheden

Bedragen in € miljoen	Q3 2019	Q3 2018	% change	9 mnd 2019	9 mnd 2018	% change
Omzet	89,7	116,7	-23	263,8	432,7	-39
EBITDA	30,2	42,4	-29	79,9	157,2	-49
<i>Brutomarge</i>	<i>55,1%</i>	<i>58,0%</i>		<i>55,7%</i>	<i>56,9%</i>	
Nettowinst	19,2	29,3	-35	47,6	113,5	-58
Winst per aandeel (€)	0,26	0,39	-33	0,65	1,52	-57
Orderingang	82,2	107,9	-24	248,2	400,0	-38

BE Semiconductors, producent van back-end machines voor de halfgeleiderindustrie, rapporteerde beter dan verwachte cijfers over het derde kwartaal 2019. De omzet van € 89,7 miljoen kwam 3,2% lager uit dan in Q2 2019 (€ 92,7 miljoen), waar eerder werd uitgegaan van een daling van 10%. Deze hoger dan verwachte omzet werd gerealiseerd bij Chinese subcontractors voor machines met mainstream elektronische toepassingen. Op jaarbasis was nog wel steeds sprake van een stevige daling, die een weerspiegeling vormt van de huidige zwakke vraag in de halfgeleiderindustrie.

De terughoudende consumentenvraag als gevolg van de wereldwijde handelsspanningen ligt hieraan mede ten grondslag. Besi bewees eens te meer uiterst efficiënt te produceren in een neergaande investeringscyclus. Ondanks de zwakke marktomstandigheden werd een brutomarge van meer dan 55% gerealiseerd en bedroeg de nettowinstmarge in Q3 2019 21,4%.

Intussen nemen de signalen toe dat de marktvraag aan het uitbodemmen is. De orderingang was in Q3 2019 met € 82,2 miljoen slechts licht lager dan in Q2 2019 (€ 82,7 miljoen). Besi verwacht in Q4 2019 een voortzetting van de stabiele ontwikkeling: een omzet die ongeveer gelijk zal zijn aan die van Q3 2019 en een brutomarge van 54-56%.

Wij verhogen de taxatie van de winst per aandeel 2019 van € 0,80 naar € 0,90 (2018: € 1,67) en handhaven de prognose voor 2020 vooralsnog op € 1,25. Hierbij zij aangetekend dat de marktomstandigheden op korte termijn snel kunnen wijzigen. Besi bevindt zich in een uitstekende uitgangspositie om te profiteren van de komende uitrol van de 5G-netwerken, omdat de onderneming voorop loopt qua technologische vernieuwing. De positieve koersreactie na publicatie van de derde kwartaalcijfers anticipeert op een verdere omzet- en winststijging in de jaren na 2020.

Tegen de huidige beurskoers van € 33,30 wordt 26,6x de getaxeerde winst 2020 voor de aandelen Besi betaald. Omdat de onderneming onveranderd een netto kaspositie aanhoudt, wordt de volledige winst als contant dividend uitgekeerd. Het dividendrendement bedraagt daarmee getaxeerd op bijna 4%.

Flow Traders – sterke resultaten in grootste thuismarkt EMEA en tijdelijk dip in Americas

Bedragen in € miljoen	Q3 2019	Q3 2018	% change	9 mnd 2019	9 mnd 2018	% change
Netto handelsinkomsten	53,3	42,4	+26	170,3	309,4	-45
- EMEA	35,2	27,5	+28	104,8	109,4	-4
- Americas	9,4	8,1	+16	41,9	175,5	-76
- APAC	8,7	6,8	+28	23,6	24,5	-4
EBITDA	19,5	12,7	+54	67,2	166,1	-60
Nettowinst	12,9	8,2	+57	45,9	135,1	-66
Winst per aandeel (€)	0,28	0,18	+56	0,99	2,91	-66

Flow Traders, liquiditeitsverschaffer in ETPs op financiële markten, wist in Q3 2019 wederom het marktaandeel uit te breiden. De ETP Value Traded steeg in deze periode met 12% (totale markt: +6%), terwijl year-to-date de stijging 21% bedroeg (markt: +7%). De netto handelsinkomsten stegen overeenkomstig, waarbij EMEA en APAC robuust presteerden, maar de Verenigde Staten achterbleven bij de verwachting door tegenvallende prestaties in de liquiditeitsverschaffing in vastrentende waarden.

In dit laatste segment voorziet het management een verbetering van de performance in de komende periode. Overigens ligt Flow Traders goed op koers om de strategische doelstellingen te realiseren. Het aantal tegenpartijen waar zaken mee wordt gedaan neemt toe, nieuwe markten worden betreden en de recent ontwikkelde handelsinitiatieven in vreemde valuta (Forex), OTC-handel en cryptomunten, presteerden conform de interne verwachtingen.

Tezelfdertijd werd streng vastgehouden aan de kostendiscipline. Per 1 september jl. werd weer een groot aantal, pas afgestudeerde nieuwe medewerkers aan de organisatie toegevoegd.

Wij blijven overtuigd van de kwaliteiten van het bedrijfs- en verdienmodel van Flow Traders ondanks de lichte tegenvaller in de Verenigde Staten in het derde kwartaal. Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2019 van € 1,50 naar circa € 1,25 en verhogen die van 2020 op € 1,75. Tegen de huidige beurskoers van € 21,25 wordt slechts 12,1x de getaxeerde winst 2020 voor de aandelen Flow Traders betaald. Bij een verwachte pay-out ratio van 70% bedraagt het dividendrendement (2019) een stevige 4,1%.

TKH Group – overname metrologisch bedrijf FocalSpec

Technologiebedrijf TKH Group maakte bekend dat overeenstemming is bereikt over de overname van 100% van de aandelen in FocalSpec Oy, een innovatief optisch metrologisch bedrijf gevestigd in Oulu, Finland, dat gepatenteerde *Line Confocal Imaging (LCI)* technologie ontwerpt en produceert. Deze LCI-technologie wordt gebruikt om de variatie in oppervlaktehoogtes te meten en kan zowel glas als ondoorzichtige materialen in zowel 2D als 3D scannen met een zeer hoge resolutie en snelheid.

Met deze overname breidt TKH haar vision-technologie uit met toonaangevende confocale technologie met toepassingen in markten zoals consumentenelektronica, battery, farmacie, semiconductors en de medische sector.

Met 50 medewerkers heeft FocalSpec in de afgelopen 12 maanden een omzet van € 6,5 miljoen gerealiseerd. De activiteiten zullen binnen TKH deel uitmaken van het subsegment Vision & Security Systems binnen het business-segment Building Solutions. De overname wordt gefinancierd uit bestaande middelen en zal naar verwachting positief bijdragen aan de winst per aandeel van TKH vanaf 2020.

Op basis van onze winsttaxatie voor 2019 wordt thans circa 16x de verwachte winst voor aandelen TKH Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,0%. Het perspectief op een aantrekkelijke groei in 2020 en verdere jaren is naar onze mening als goed te kwalificeren. Ofschoon tussentijdse schommelingen, zoals in H1 2019, het beeld van tijd tot tijd nadelig kunnen beïnvloeden, is de waardering van TKH Group, 14,5x de verwachte winst 2020 van € 3,25 met bijbehorend dividendrendement van 3,5%, uiterst aantrekkelijk. TKH Group is met een weging van 7% momenteel de zesde grootste participatie in onze portefeuille.

Neways Electronics International - teleurstellend Q3 2019 en aankondiging nieuwe CEO

Bedragen in € miljoen	Q3 2019	Q3 2018	% change	9 mnd 2019	9 mnd 2018	% change
Netto omzet	132,9	126,0	+5,5	397,4	373,0	+6,5
Orderingang	109,7	122,9	-10,7	413,2	407,1	+1,5
Book-to-bill ratio	0,76	0,98		1,04	1,09	

Neways Electronics International is als internationale onderneming actief op de EMS (Electronic Manufacturing Services)- markt. Neways biedt haar klanten maatwerkoplossingen voor de complete productlevenscyclus (van productontwikkeling tot after-sales service) van zowel elektronische componenten als complete (box-build) elektronische besturingssystemen. Neways opereert in een niche van de EMS-markt en richt zich daarbij met name op kleine tot middelgrote specialistische series waarbij kwaliteit, flexibiliteit en *time-to-market* een cruciale rol spelen. Producten van Neways worden onder meer toegepast in de sectoren halfgeleider, medisch, automotieve, industrieel en defensie. De onderneming heeft werkmaatschappijen in Nederland, Duitsland, Tsjechië, Slowakije, China en de Verenigde Staten met per eind 2018 circa 3.000 medewerkers. Over boekjaar 2018 werd een omzet van € 506,8 miljoen gerealiseerd.

Over Q3 2019 rapporteerde Neways een stijging van de netto omzet van 5,5% naar € 132,9 miljoen, hetgeen een lichte vertraging van het groeitempo impliceerde. Over de eerste negen maanden van 2019 steeg de omzet namelijk met 6,5% naar € 397,4 miljoen. De omzetgroei werd in Q3 2019 gedreven door een aanhoudend sterke vraag vanuit automotive (e-mobility).

Deze groei werd getemperd door een tijdelijke dip in de vraag vanuit de halfgeleidersector. Het orderboek bevindt zich volgens CEO Huub van der Vrande nog steeds op een hoog niveau. De orderingang is weliswaar teruggelopen, maar dat komt vooral doordat er wat lucht uit is gelopen. Klanten van Neways zien dat de leverbetrouwbaarheid van de onderneming de afgelopen maanden is gestegen, waardoor de kwaliteit en hardheid van het boek zijn verbeterd. Neways werkt er momenteel hard aan om de eerder dit jaar ontstane onbalans in de belading binnen de Groep terug te dringen en de inrichting en standaardisatie van de interne processen te verbeteren om beter te kunnen inspelen op de vraag van klanten. Deze aanpassingen kosten tijd en leggen in deze fase nog druk op de productiviteit.

In september is Neways gestart met een versnelde afbouw van de flexibele schil met in totaal 20 medewerkers in werkmaatschappijen waar dit direct effect sorteert. Het management verwacht voor geheel 2019 een hogere omzet onder het voorbehoud dat de macro-economische situatie niet leidt tot meer volatiliteit en het verwachte jaareinde-effect zich materialiseert. Het resultaat in H2 2019 zal naar verwachting rond het niveau van dat van H1 2019 uitkomen.

Deze laatste prognose betekende impliciet een winstwaarschuwing. Bij de presentatie van de halfjaarcijfers eind augustus, werd nog uitgegaan van een winststijging in de tweede jaarhelft.

Extra kosten in verband met het aanstaande vertrek van CEO Huub van der Vrande zijn naar onze mening mede debet aan de lagere winstverwachting. Op basis van de aangepaste winstprognose komt de winst per aandeel 2019 uit op circa € 0,85, waar wij eerder € 1,10 per aandeel hanteerden (2018: € 1,20).

Eind oktober werd bekend dat Eric Stodel wordt voorgedragen als nieuwe CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur. Eric Stodel (54 jaar) heeft in zijn 30-jarige internationale loopbaan verschillende leidinggevende functies en senior management posities vervuld bij onder meer concurrent Flextronics, Driessen en B/E Aerospace.

Tegen de huidige beurskoers van € 9,40 wordt 11,1x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Neways Electronics International betaald. Voor 2020 gaan wij tentatief uit van een terugkeer naar het winstniveau van 2018. De potentieel sterke uitgangspositie van Neways bij strategische partners als ASML, Philips Medical en VDL Group dient dan wel te worden vertaald naar een vlekkeloze operationele uitvoering. In dat geval is een koersherstel naar het vorige topniveau van € 18,60 van 20 februari 2018 alleszins aannemelijk.

Brunel International – nieuwe winstwaarschuwing

Bedragen in € miljoen	Q3 2019	Q3 2018	% change	9 mnd 2019	9 mnd 2018	% change
Omzet	259,7	234,6	+11	784,0	669,7	+17
EBIT	7,3	12,0	-39	18,9	23,3	-19
EBIT-marge	2,8%	5,1%		2,4%	3,5%	
Average direct	11.225	12.087	-7	12.273	11.734	+5
Average indirect	1.651	1.542	+7	1.637	1.536	+7
Ratio direct/indirect	6,8	7,8		7,5	7,6	

Detacheerder Brunel International kwam op 22 oktober met een onverwachte winstwaarschuwing. Het bedrijfs onderdeel Brunel Industrial Services (BIS), sinds 2017 actief als Amerikaanse projectuitvoerder in de olie- en gasindustrie, zal haar activiteiten staken na een verder tegenvallend waterzuiveringsproject en een snelle verzwakking van de vraag in de olie- en schalie-gassector.

In Q2 2019 was reeds een verlies van € 5,5 miljoen op het waterzuiveringsproject genomen; BIS zal in H2 2019 naar verwachting operationele verliezen van € 9 miljoen rapporteren, terwijl de kosten van het afronden van lopende projecten en het beëindigen van de activiteiten additioneel € 8 miljoen zullen vergen.

In de twee Europese thuismarkten, Nederland en Duitsland, was eveneens sprake van uitdagender marktomstandigheden. In Nederland wordt Brunel geconfronteerd met toenemende schaarste in gekwalificeerde IT-specialisten en ingenieurs. Er wordt intern naar gestreefd om vanaf 2020 met een afgeslankte organisatie en een duidelijker focus op een aantal groeimarkten het tij te keren.

In Duitsland wordt een groter dan verwacht aantal opdrachten in de Automotive-sector stopgezet. Dit heeft weliswaar een gering effect op de omzetontwikkeling, echter door een grotere onderbezetting van de capaciteit is er sprake van een verminderde winstgevendheid.

Brunel handhaaft de omzetprognose voor geheel 2019 op € 1.025 – 1.075 miljoen en verwacht een EBIT van € 15 – 20 miljoen. Exclusief de te beëindigen activiteiten, komt de omzet uit op circa € 980 miljoen en de EBIT in de bandbreedte € 37 – 42 miljoen. Omdat de sluiting van BIS niet zal leiden tot een compensabel verlies, loopt de belastingdruk in 2019 op naar meer dan 70% (2018: 34%) en zal er een gedeeltelijke *impairment* op de *deferred tax asset* van € 3,7 miljoen moeten plaatsvinden. Daardoor zal 2019 worden afgesloten met een marginaal resultaat.

Dit heeft vooralsnog geen directe invloed op de dividenduitkering, anders dan op het deel van de gemiste winstbijdrage van BIS. Omdat Brunel International nog altijd over een riant kaspositie beschikt – € 81,7 miljoen per eind september 2019 – zal het uitgekeerde dividend 2019 worden gebaseerd op het resultaat exclusief de impact van de sluiting van BIS.

Op basis van de winst per aandeel 2019 exclusief BIS van € 0,45 (2018: € 0,41) en een lichte stijging naar € 0,50 in 2020 wordt momenteel circa 17x de getaxeerde winst voor de aandelen Brunel International betaald.

Het management van de onderneming staat voor de uitdaging om het geschonden vertrouwen van beleggers in de komende periode te herstellen. Vooralsnog handhaven wij de geringe weging (2,5% van de portefeuille) in Brunel op basis van de in beginsel sterke marktposities van de onderneming.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 november 2019 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	15,7%
BE Semiconductor Industries	13,6%
Hunter Douglas	13,0%
Flow Traders	11,9%
Nedap	10,1%
TKH Group	7,1%
Neways Electronics International	6,0%
Sif Group	5,3%
Aalberts	5,2%
Kendrion	4,9%
Overige 3 participaties	6,4%
Liquiditeiten en overige	0,8%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De maand november ging goed van start onder invloed van signalen dat de internationale handelsspanningen verminderen. Het perspectief voor een krachtig herstel van de bestedingen in de halfgeleidersector lijkt eveneens te verbeteren. Daardoor bereikte de beurskoers van onze grootste participaties, ASM International, begin november een nieuwe *all time high*. De in historisch perspectief zeer lage rentetarieven blijven daarnaast steun geven aan het beleggingssentiment voor aandelen.

Voor geheel 2019 voorzien wij voor onze portefeuille een gewogen winstgroei van circa 5%, waarbij wij conservatieve aannames hanteren. Begin november noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 18,9x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 3,4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
 Willem Burgers
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 5 november 2019

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen