

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2018

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt verloor in de maand september per saldo terrein. De AEX-Index daalde 1,6% naar 549,61 en de Amsterdam SmallCap Index leverde 3,2% in op 1.022,76. De Amsterdam Midkap Index steeg daarentegen met 0,3% naar 786,79.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in september met 3,0% van € 52,12 naar € 50,56. Over de eerste negen maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van -7,6%.

Het fondsvermogen per 1 oktober 2018 bedroeg € 112,0 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 107,8 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind september 3,7% van het fondsvermogen uit.

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

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Beurskoers | € 50,81 |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 50,56 |
| Fondsvermogen | € 111.951.715 |
| Aantal uitstaande aandelen | 2.214.413 |

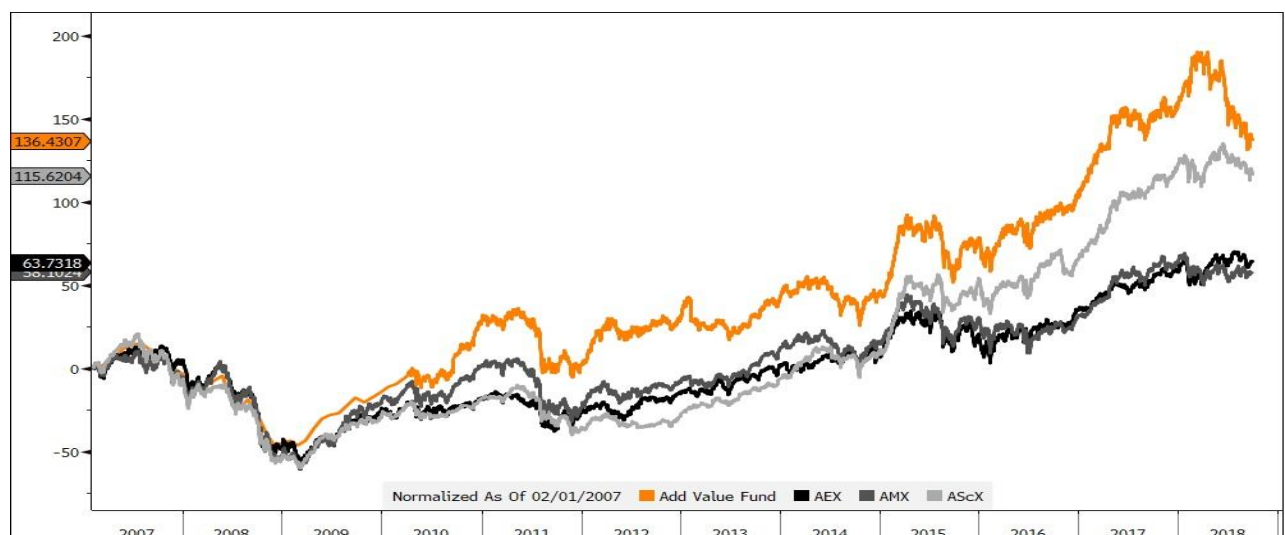
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

| | 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 | -7,58% | +136,43 |
| AEX | +5,33 | -50,26 | +41,90 | +9,23 | -8,88 | +13,99 | +20,73 | +8,67 | +7,36 | +13,56 | +16,52 | +3,81 | +63,73 |
| AMX | -5,07 | -50,45 | +68,35 | +28,71 | -24,55 | +18,96 | +22,81 | +3,40 | +12,14 | +0,81 | +24,71 | -3,06 | +58,10 |
| AScX | -6,12 | -50,78 | +51,95 | +16,42 | -21,03 | +11,27 | +30,27 | +18,28 | +38,67 | +7,47 | +34,45 | -3,03 | +115,62 |

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 28/9/2018

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/9/2018)

Peildatum: 28/9/2018

Koersperformance participaties

| (in %) | | -12M | -6M | -3M | -1M |
|--------|-------------------------|-------|-------|-------|------|
| 1. | Nedap | +26,5 | -1,6 | +10,5 | +4,3 |
| 2. | Flow Traders | +11,2 | -26,9 | -24,1 | +0,6 |
| 3. | Neways Electronics Int. | -1,7 | -21,2 | -2,0 | -7,2 |
| 4. | Hunter Douglas | -7,4 | +0,3 | +3,2 | -5,2 |
| 5. | Brunel International | -7,6 | -16,3 | -14,1 | -3,3 |
| 6. | Aalberts Industries | -10,3 | -11,3 | -10,6 | -0,7 |
| 7. | TKH Group | -11,8 | -6,7 | -10,8 | -3,9 |
| 8. | Sif Group | -11,8 | -15,7 | -4,8 | -5,5 |
| 9. | Lucas Bols | -13,5 | -11,1 | -7,0 | -5,9 |
| 10. | ASM International | -16,6 | -24,8 | -5,8 | -3,9 |
| 11. | Kendrion | -18,9 | -9,6 | -14,3 | -5,7 |
| 12. | Acomo | -21,7 | -8,9 | -17,3 | -3,0 |
| 13. | Koninklijke Brill | -33,0 | -29,9 | -20,3 | -6,2 |
| 14. | Accell Group | -36,0 | -5,5 | -8,5 | -5,5 |
| 15. | BE Semiconductor Ind. | -38,2 | -56,2 | -21,6 | -2,8 |

- 1) In september 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 **Nedap** bovengemiddeld in de portefeuille. Er was geen specifieke oorzaak voor deze *outperformance*;
- 3) **Koninklijke Brill** en **Neways Electronics International** waren de minst presterende deelnemingen in de portefeuille. De beurskoers van wetenschappelijk uitgever Brill stond onder druk als gevolg van een tegenvallend halfjaarbericht. De zwakke performance van EMS-leverancier Neways volgde op een sterke waardestijging in augustus.

Bedrijfsnieuws

Nedap – FY 2018 + 2019 taxaties

| 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 beheert een krachtige kennisportfolio met een mooie diversificatie over zeven marktgroepen tezamen goed voor een jaarmzet (in 2018) van ongeveer € 200 miljoen. De afgelopen jaren is hard gewerkt aan de focus van de onderneming. In dit kader werden de eigen productie-activiteiten beëindigd en ondergebracht bij vijf gespecialiseerde strategische partners. Hierdoor kan het management zich vanaf 2018 volop richten op de uitbouw van de kernportfolio van Nedap. De volledige inverdieneffecten van de stroomlijning van de *supply chain* zullen in de loop van dit boekjaar in de resultaten zichtbaar worden. De operationele marge zal boven het streefniveau van 10% stijgen

en de balansverkorting die voortkomt uit afbouw van strategische voorraden, zal leiden tot een verdere versterking van de balansstructuur.

De kwaliteit van het *track record* van Nedap zal de komende jaren verbeteren doordat een toenemend deel van de omzet het karakter van *recurring revenues* heeft. Deze abonnement gebonden inkomsten vormen de weerspiegeling van Nedap's versterkte positie in de marktgroepen Healthcare, Livestock Management, Retail en Security Management. Nedap is nu een puur dienstverlenend bedrijf met een *asset light* bedrijfs- en verdienmodel.

De jaarlijks gegenereerde cashflow is ruim voldoende om de R&D-inspanningen te financieren en het overige als contant dividend uit te keren. Hierdoor profileert het aandeel Nedap zich als een typisch hoog rendements-aandeel. Nedap levert vanouds een prominente bijdrage op het gebied van Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen (MVO). Zo dragen de Nedap-oplossingen op het gebied van Livestock Management bij aan het dierenwelzijn, leveren de oplossingen van de marktgroep Retail een substantiële bijdrage aan het terugdringen van de verspilling van winkelvoorraden en is Light Controls een pionier in de markt van lichtmanagement, hetgeen de energiezuinigheid ten goede komt.

Wij voorzien de komende twee à drie jaar een autonome groei van de omzet van jaarlijks 8 à 10%. Met name de omzetten in het Verre Oosten en Noord-Amerika kunnen *double digit* stijgen, nu de sales- en marketingkracht van de Nedap-organisatie toeneemt. De stijging van de nettowinst zal rond 20-25% kunnen bedragen doordat de extra kosten verbonden aan de stroomlijning van de *supply chain* wegvallen en de voordelen uit een toegenomen schaalgrootte zichtbaar gaan worden.

Als illustratie van deze stelling kan worden verwezen naar het persbericht in de verslagmaand waarin werd bekendgemaakt dat het Franse herenmodemerken Celio heeft gekozen voor de !D Cloud-software van Nedap. De uitrol naar 750 Europese Celio-winkels wordt binnen tien maanden gerealiseerd en zal in november 2018 zijn 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 realtime 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 € 50,80 wordt 16x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Nedap betaald. Het bijbehorende dividendrendement komt op 5,9% uitgaande van een pay-out ratio van 94%.

Neways Electronics International – analyse naar aanleiding van halfjaarcijfers

| | H1 2018 | H1 2017 | %-verandering |
|------------------------|---------|---------|---------------|
| Omzet | 247,0 | 213,6 | +16 |
| Bedrijfsresultaat | 11,0 | 7,2 | +53 |
| Operationele marge (%) | 4,5 | 3,4 | +1,% punt |
| Nettowinst | 6,8 | 4,9 | +39 |
| Winst per aandeel (€) | 0,57 | 0,43 | +33 |
| Orderportefeuille | 300,8 | 218,0 | +38 |

De halfjaarcijfers van EMS (Electronic Manufacturing Services) dienstverlener Neways Electronics International verrasten in positieve zin. De omzet, winst en de orderportefeuille stegen in een hoger tempo dan voorzien. De vooruitzichten voor een voortzetting van de opgaande tendensen zijn goed te noemen, al zijn er uiteraard ook minpunten, zoals de aanhoudende componenten schaarste en organisatorische spanningen in de snel groeiende werkmaatschappij Neways Riesa te Duitsland. Wat in een halfjaarbericht minder wordt belicht, is de transformatie die Neways Electronics doormaakt. Oorspronkelijk geniet Neways bekendheid als een printplatenbedrukker die actief is in de uiterst cyclische EMS-markt. Als onderaannemer van lokale eindproducenten als Philips en VDL Groep is Neways begin deze eeuw extreem gevoelig voor de effecten van hoog- en laagconjunctuur. Bij een oplopende economische

activiteit wordt doorgaans nog wel winstgevend geopereerd, maar zodra de bedrijfsactiviteit afneemt en de economie in een recessie dreigt te belanden, is een verlieslatende exploitatie niet altijd te vermijden. In 2006 en 2007 realiseert Neways een topomzet van respectievelijk € 239 miljoen en € 281 miljoen en recordwinsten van respectievelijk € 11,2 miljoen en € 14,5 miljoen. De financiële crisis van 2008-2009 toont echter de zwakte van het bedrijfsmodel.

Neways lijdt een fors verlies in 2009 en krabbelt in de jaren erna slechts moeizaam uit het dal. De topresultaten van 2006-2007 blijven ver uit zicht en het rendement op geïnvesteerd kapitaal laat structureel te wensen over.

Met de introductie in 2015 van het One Neways-concept en het strategische plan *Up to the next level* bouwt het management aan een sterkere onderneming. In 2017 en 2018 begint de verbeterde positionering van de groep geleidelijk zichtbaar te worden in de gepubliceerde resultaten. Dit jaar valt met name de zeer sterke autonome groei van de omzet en orderportefeuille op en de verbetering van de operationele marge. De strategie van Neways laat zich in vier kernpunten samenvatten:

1. **Ambitie:** de eerste keus zijn als Technologie- en Life Cycle Partner in de EMS-industrie;
2. **Voorwaarde** voor het realiseren van deze ambitie: het volledig (kunnen) doorgronden van de marktinzichten, -dilemma's en de ideeën van de eindklant;
3. De **Route** om de Ambitie te realiseren: **(1)** concentratie op specifieke marktsectoren en product-markt combinaties, meer specifiek: semiconductor, automotive, industrieel, medisch en defensie **(2)** streven naar een Lange Termijn Partnership, waarbij Neways en de eindklant tot acht jaar vooruitkijken om de ambities effectief in te vullen **(3)** het maximaliseren van de gerealiseerde toegevoegde waarde van de klant;
4. **Focus:** **(1)** versterking concurrentiepositie **(2)** aanzwengelen organische groei **(3)** de interne leverage van de organisatie vergroten **(4)** standaardisering werkprocessen **(5)** optimalisering van de benutting van de productiecapaciteit **(6)** het opvoeren van de lokale activiteiten in de Chinese markt ('local-for-local') **(7)** groeien door add-on acquisities.

Deze strategie wordt geacht succesvol te worden uitgevoerd door de stappen van het verbeterprogramma *Up to the next level* nauwgezet te volgen. Daarbij fungeert *Customer Intimacy* als het anker van de benadering van de klant: volledig en te allen tijde op de hoogte zijn van de eisen, wensen en behoeftes van de opdrachtgever, hetgeen wordt ondersteund door *Technology Leadership* en *Operational Excellence*. In dit kader moet het verdienpotentieel van de Neways-groep worden ontsloten door: **(1)** op te schuiven in de waardeketen, concreet: in plaats van 4^e of 3^e tier supplier opschuiven naar 2^e of first tier supplier **(2)** het versterken van de groei en positie per eindklant, hetgeen ook impliceert dat actief afscheid wordt genomen van eindklanten die te weinig omzet genereren **(3)** het vergroten van de winstgevendheid van de Neways-groep, waarbij in H1 2018 een operationele marge van 4,5% werd geboekt (H1 2017: 3,4%) met uitzicht op een verdere verruiming (> 5%) in de komende jaren.

Een goede aanjager van de toegenomen *Customer Intimacy* is het percentage van de Neways-omzet dat wordt behaald met zelf-ontwikkelde productdesigns:

| Jaar | Omzet inclusief eigen Neways-design |
|------------|-------------------------------------|
| 2000 | 0% |
| 2010 | 10% |
| 2018 | 40% |
| 2020 (tax) | 55% |

Het beste voorbeeld van deze ontwikkeling is de grootste klant van Neways, chipmachinefabrikant ASML. De ontwikkeling van de revolutionaire EUV-machine kan niet geschieden zonder de bijdrage van *first- en second tier suppliers* als Neways die zelf mee-ontwikkelen in deelsegmenten van het project. In 2017 werd bij ASML een omzet van € 76,1 miljoen (2016: € 52,0 miljoen) gerealiseerd, overeenkomend met 17% (2016: 13%) van de gehele jaaromzet van Neways. Neways heeft in de afgelopen periode veel key-accountmanagers aangesteld die de communicatie met en executie van de processen bij de grootste klanten moeten stroomlijnen.

Belangrijke key-account klanten van Neways zijn, naast ASML, Philips Medical (in 2017 omzet € 24,8 miljoen), VDL Groep (in 2017 omzet € 15,9 miljoen) en nagenoeg alle grote Duitse automotive en industriële fabrikanten.

Naar onze schatting is deze groep eindklanten goed voor 70-80% van de groepsomzet van Neways. De zogenaamde *tail-end*, de resterende 20-30% van de groepsomzet, wordt bij 40-50 eindklanten gerealiseerd die op jaarbasis elk goed zijn voor circa € 3 - 4 miljoen omzet.

Neways rapporteerde fraaie cijfers over het eerste halfjaar 2018. Na de sterke start van 2018 liet ook het tweede kwartaal een flinke omzetgroei en een verdere stijging van het orderboek zien. De groei had hoger kunnen uitvallen maar werd geremd door de steeds duidelijkere schaarste op de markt voor componenten en de arbeidsmarkt.

Toch kon Neways deze uitdagingen beter het hoofd bieden dan voorheen door een focus op strakkere operationele processen, kennis van klanten en de sectoren waarin zij actief zijn en te investeren in hoogwaardige technologische expertise.

De omzettoename in H1 2018 werd gedragen door de sectoren automotive en semiconductor. De orderintake in het eerste halfjaar steeg met 8,2%, ofwel € 21,6 miljoen, waardoor de book-to-bill ratio op 1,15 uitkwam, voornamelijk gedreven door nieuwe orders vanuit semiconductor, medical, automotive en industrial.

De fraaie EBIT-margeverbetering van 110 basispunten was het resultaat van een hogere productiviteit en betere bezetting van de organisatie. Dit werd deels gecompenseerd door toegenomen prijsdruk vanuit Neways' leveranciers als gevolg van de schaarste aan componenten. De vestiging in Riesa (Duitsland), met een focus op de Duitse automotive sector, kende een sterker dan verwachte groei in H1 2018. Als gevolg van organisatorische problemen en een ziekteverzuim van 20% liep Neways circa € 10 – 12 miljoen omzet mis. Inmiddels is COO Adrie van Bracht en een nieuwe directeur aangesteld om de organisatie in Riesa te stroomlijnen.

Gezien de sterke groei en de genoemde componenten schaarste wekte het geen verbazing dat het werkkapitaal toenam van € 79,4 miljoen per ultimo 2017 naar € 86,2 miljoen medio 2018. De solvabiliteit bleef ruim voldoende met 40% per eind juni jl. (ultimo 2017: 42,1%). De nettoschuld/EBITDA-ratio verbeterde van 1,6 per eind 2017 naar 1,4 medio 2018.

Het management betoonde zich positief ten aanzien van de vooruitzichten voor H2 2018. Het orderboek voor de tweede helft van het jaar is uitstekend gevuld en biedt zichtbaarheid tot in 2019. Verdere verbetering van de organisatie, met name op het gebied van de logistieke en inkoopprocessen, zal ervoor moeten zorgen dat Neways optimaal profiteert van het goed gevulde orderboek en bijdragen aan een verdere stijging van omzet en winstgevendheid voor het jaar als geheel. Het hogere activiteitsniveau in combinatie met verdere prijsdruk als gevolg van componenten schaarste zal echter ook in H2 2018 voor een uitdaging zorgen. Tenslotte 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 onzeker. 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 € 12,20 op slechts 10,2 keer de verwachte winst worden verhandeld. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 40% bedraagt het verwachte dividendrendement 4,1%. 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^F) en een winst per aandeel van € 1,55, een toename van 24% in vergelijking met FY 2018^E van € 1,25. Deze prognose verklaart de hoge (7^e) positie van het aandeel Neways Electronics in de portefeuille. Nu de leverage in het verdienmodel van Neways gaat doorwerken naar het *bottom line* eindresultaat, bevindt het aandeel zich in *The 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 *The Next Level*.

Aalberts Industries – twee strategische acquisities en een investering

| Bedragen in € miljoen | 2017 | 2018tax | % change | 2019tax | % change |
|--------------------------|-------|---------|------------|---------|------------|
| Omzet | 2.694 | 2.800 | +4 | 2.920 | +4 |
| EBITA | 336 | 360 | +7 | 385 | +7 |
| EBITA-marge (%) | 12,5 | 12,9 | +0,4% punt | 13,2 | +0,3% punt |
| Nettowinst | 238 | 265 | +12 | 292 | +10 |
| Winst per aandeel (€) | 2,15 | 2,40 | +12 | 2,65 | +10 |
| Dividend per aandeel (€) | 0,65 | 0,72 | +11 | 0,80 | +11 |

Technologiebedrijf Aalberts Industries meldde de overname van Roy Metal Finishing Company (RMF), gevestigd in Greenville, South Carolina (Verenigde Staten), welk bedrijf met 200 werknemers een jaaromzet van \$ 30 miljoen realiseert. RMF is een specialist op het gebied van oppervlaktebehandelingen voor de automotive-, industriële en aerospace-markten in het zuidoosten van de Verenigde Staten. De onderneming opereert vanuit drie servicelocaties dichtbij de belangrijkste OEM (Original Equipment Manufacturing)-klanten.

Tezamen met de Aalberts-bedrijven die actief zijn in oppervlaktebehandelingen zal een strategisch plan worden opgesteld, waardoor Aalberts de portfolio van oppervlaktebehandelingen kan uitbreiden en de groei bij de *Global Key Accounts* kan versnellen.

De resultaten van RMF worden vanaf 1 september 2018 geconsolideerd in de Aalberts Industries cijfers en dragen direct bij aan de groei van de winst per aandeel. De overname wordt gefinancierd uit bestaande kredietfaciliteiten. Aalberts meldde tevens de overname van Co-Plenar met vestigingen in New Jersey (Verenigde Staten) en Querétaro (Mexico). De onderneming is een specialist op het gebied van precisie-stansproducten en zal worden toegevoegd aan Aalberts-werkmaatschappij Metalis, de wereldmarktleider in complexe precisie-stansbewerkingen.

Ook deze acquisitie wordt per 1 september 2018 geconsolideerd, voegt \$ 9 miljoen omzet toe, draagt direct bij aan de groei van de winst per aandeel en wordt uit bestaande kredietfaciliteiten gefinancierd.

Tenslotte kondigde Aalberts Industries een investering van € 30 miljoen aan die tezamen met een logistieke partner wordt gedaan in een nieuw distributie- en assemblagecentrum in Zeewolde. Op woensdag 12 september werd de eerste paal geslagen voor de bouw van dit duurzame centrum met een beoogde oppervlakte van 35.000 m², van waaruit Aalberts-dochter VSH Fittings zal gaan opereren.

Het gebouw zal voldoen aan alle eisen van nu en de toekomst. Zonnepanelen, warmtepompen, LED-verlichting en voldoende flexibiliteit om te kunnen groeien, aan alle voorzieningen is gedacht. Naar verwachting zal het distributiecentrum in mei 2019 worden opgeleverd.

CEO Wim Pelsma en zijn team werken hard door aan het uitrollen van de succesvolle Aalberts Industries strategie. Wij gaan uit van het handhaven van een *double digit* winstgroei in 2019, waarmee de aandelen bij een beurskoers van € 36,75 momenteel tegen 13,9x de getaxeerde winst 2019 worden verhandeld. Het bijbehorende dividendrendement bedraagt 2,2%.

Koninklijke Brill – H1 2018 (bedragen in € miljoen)

| | H1 2018 | H1 2017 | %-verandering |
|-----------------------|---------|---------|---------------|
| Omzet | 16,1 | 16,0 | +0,6 |
| EBITDA | 0,7 | 1,1 | -36 |
| EBITDA-marge (%) | 4,4 | 7,0 | -2,6% punt |
| Bedrijfsresultaat | 0,2 | 0,8 | -75 |
| Nettowinst | 0,1 | 0,4 | -75 |
| Winst per aandeel (€) | 0,08 | 0,20 | -60 |

Wij spraken met het management van wetenschappelijk uitgever Koninklijke Brill naar aanleiding van de teleurstellende halfjaarcijfers die vorige maand werden gerapporteerd. Bij een marginale omzettoename was er een stevige daling van

het bedrijfsresultaat welke werd versterkt door een per saldo daling van de US dollar tegen de euro. De resultaatdaling kwam tot stand in Q2 2018 door een teruggang in de verkoop van elektronische boeken in de Verenigde Staten en van gedrukte uitgaven in de EU. Tijdschriften boekten een groei van 2,7% en het eind 2016 overgenomen Schöningh & Fink presteerde naar behoren en realiseerde een tevredenstellende groei. Hierbij past de aantekening dat de verkopen van gedrukte uitgaven jaarlijks met gemiddeld 1 à 2% afnemen en die van *e-books* gemiddeld jaarlijks met 5% stijgen.

Het eerste halfjaar werden beide categorieën echter met een daling geconfronteerd. De teruggang in de Verenigde Staten was onverwacht, maar volgt op een zeer sterke vergelijkbare periode vorig jaar; in vergelijking met H1 2016 werd wel een stijging geboekt.

Het management 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.

Gezien de onverwachte daling in enkele bedrijfssegmenten in H1 2018, is het management terughoudend ten aanzien van het te verwachten resultaat voor FY 2018. Daarbij speelt de traditioneel lastig voorspelbare omzet in Q4 (verreweg het belangrijkste kwartaal voor Brill) een belangrijke rol.

Omdat de pijlpijn voor *productreleases* en verkoopopdrachten voor H2 2018 goed is gevuld, ziet het management toch goede kansen om tot een tevredenstellend resultaat voor geheel 2018 te komen. Wel dient te worden bedacht dat voornoemde buitengewone lasten voor € 0,3 miljoen het netto resultaat nadelig beïnvloeden, terwijl ook hogere amortisatie- en financieringskosten een neerwaarts effect sorteren. Per saldo verwacht het management een licht lager netto resultaat en winst per aandeel 2018 in vergelijking met 2017 (nettowinst: € 2,3 miljoen, winst per aandeel: € 1,21).

Het middellange termijnperspectief van Koninklijke Brill schatten wij onverminderd positief in. Het nieuwe management, CEO Peter Coebergh en CFO Olivier de Vlam, hebben 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 € 1,15 en gaan uit van een pay out-ratio van 85% waaruit een dividend van € 0,98 per aandeel volgt. Tegen de huidige beurskoers van € 23,00 wordt alsdan 20x de getaxeerde winst voor de aandelen Brill betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 4,3%. De waardering van (oogst)jaar 2020 is met een koers/winst-multiple van 13,1x en een hiervan afgeleid dividendrendement van 6,5% uiterst aantrekkelijk.

Samenstelling portefeuille

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

| Onderneming | Percentage ¹ |
|----------------------------------|-------------------------|
| ASM International | 13,9% |
| Hunter Douglas | 13,6% |
| Flow Traders | 12,4% |
| BE Semiconductor Industries | 10,5% |
| Nedap | 9,2% |
| TKH Group | 7,4% |
| Neways Electronics International | 6,6% |
| Sif Group | 5,4% |
| Kendrion | 4,7% |
| Brunel International | 3,2% |
| Overige 5 participaties | 9,4% |
| Liquiditeiten en overige | 3,7% |
| Totaal | 100,0% |

Vooruitzichten

Onze portefeuille is sinds begin juni geconfronteerd met een golf van winstnemingen. Daarvoor zijn niet zo zeer bedrijfsspecifieke oorzaken aan te wijzen als wel een brede verslechtering van het algemene marktsentiment. De dreigende handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China/West-Europa, alsmede de politieke spanningen in Europa (Italië, Duitsland, UK – Brexit) hebben beleggers in een defensieve positie gedwongen.

Deze toenemende onzekerheid is aanleiding om de toekomstige economische perspectieven terughoudender in te schatten. Bijgevolg is de voorspelbaarheid van (de groei van) de bedrijfswinsten aanmerkelijk verslechterd. In een dergelijk extern (beurs)klimaat is een koerscorrectie het gevolg.

Zolang zich echter geen escalatie in de externe omstandigheden aandient, is een voortzetting van de gunstige omzet- en winstgroei – zeker op de kortere termijn – alleszins aannemelijk. Naar verwachting zullen 8 van de 15 participaties dit jaar recordwinsten rapporteren, 2 participaties een winstgroei en 5 participaties een winstdaling ten opzichte van 2017. Daarnaast zijn de 15 participaties in onze portefeuille prima gepositioneerd voor toekomstige winstgroei vanwege innovatiekracht, concurrentievermogen, groeiend marktaandeel en hogere marges.

Verder hebben de participaties relatief weinig of geen rentedragende schulden waardoor naast een hoge pay-out ratio eigen aandelen kunnen worden ingekocht of winstgevende overnames kunnen worden gedaan die de onderneming versterken en de winstgroei versnellen.

Wij hebben in de maand september tevens onze winsttaxaties voor het komende boekjaar 2019 bepaald. Daarbij zijn wij uitgegaan van een wereldwijd licht afnemende economische groei en zijn gelijkblijvende valutakoersen

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

verondersteld. De sterkste winstgroei voorzien wij bij Sif Group en Brunel International, twee ondernemingen waarvan de winst in 2018 nog op een bescheiden niveau ligt. Voor Hunter Douglas, Nedap, TKH Group, Neways Electronics International, Kendrion en Aalberts Industries verwachten wij in beginsel een *high single digit* tot *low double digit* groei van de winst per aandeel, die hoger kan uitvallen indien deze ondernemingen erin slagen hun marktaandelen uit te breiden, marges weten te verruimen of winstgevende overnames weten te plegen.

Ten aanzien van de twee halfgeleider participaties, ASMI en Besi, voorzien wij voor eerstgenoemde met name in H1 2019 goede kansen op omzet- en winstgroei. Ten aanzien van Besi moet op kortere termijn rekening worden gehouden met een licht lager omzet- en winstniveau in vergelijking met H1 2018, maar is onze verwachting voor H2 2019 duidelijk positiever. Voor geheel 2019 verwachten wij een bescheiden lager resultaat voor Besi in vergelijking met 2018.

ETP *liquidity provider* Flow Traders zal in 2019, uitgaande van het uitblijven van excessen op financiële markten, vermoedelijk niet de recordwinst van 2018 gaan evenaren. Niettemin zien wij voor de lange termijn een *uptrend* in omzet en resultaat. Als er wel plotsklap onrust op de financiële markten ontstaat biedt de participatie in Flow Traders bescherming in de portefeuille zoals in februari het geval was toen de beurskoers in één maand met bijna 70% steeg en ruim 7%-punt performance bijdroeg.

Van de vier kleinere participaties in de portefeuille verwachten wij bescheiden omzet- en winstherstel van Acomo, Koninklijke Brill en Accell Group, terwijl Lucas Bols goed is gepositioneerd om voortgaande omzet- en winstgroei te realiseren.

Begin oktober noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 13,3x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,3%. Voor 2019 komen beide waarderingsmaatstaven op respectievelijk 11,4x en 4,5%. 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 gaan geleidelijk onze ruime liquide positie inzetten om optimaal te profiteren van de huidige aantrekkelijke waarderingen ter beurse.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 8 oktober 2018