

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2020

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt wist in de maand september de koerswinsten van de voorgaande maanden per saldo redelijk vast te houden. De AEX-Index daalde 0,3% naar 547,70, de Amsterdam Midkap Index steeg 0,3% naar 805,78 en de Amsterdam SmallCap Index verloor 4,2% op 900,46. De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in september met 0,4% van € 56,66 naar € 56,43. Over de eerste negen maanden van 2020 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +1,0% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 oktober 2020 bedroeg € 93,8 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 94,9 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind september een debetpositie van 1,2% van het fondsvermogen.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 oktober 2020 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 56,72
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 56,43
Fondsvermogen	€ 93.778.148
Aantal uitstaande aandelen	1.661.723

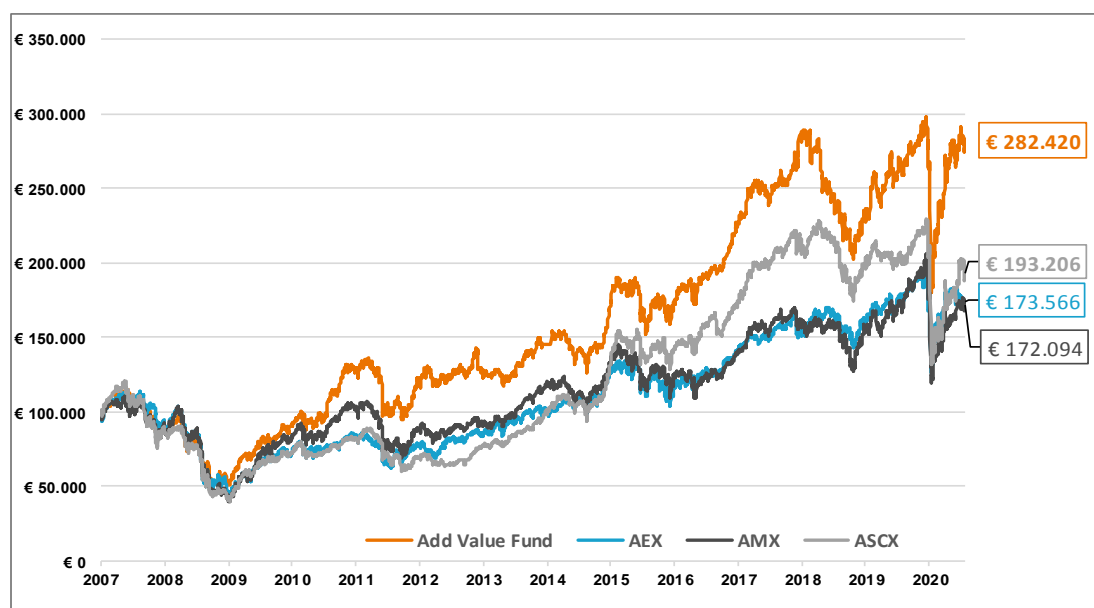
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	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	+32,21	+0,96	+182,42
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	+28,51	-7,58	+73,57
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	+42,61	-9,48	+72,09
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	+20,51	-11,70	+93,21

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/9/2020

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Datastream/Reuters, totaalrendement AVF op basis van intrinsieke waarde en na kosten, indices zijn exclusief kosten;

Peildatum: 30/9/2020

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	46,9%	47,1%	-11,1%	-3,4%
2. Flow Traders	41,8%	23,4%	7,0%	2,0%
3. BE Semiconductor Ind.	27,4%	39,2%	-7,7%	-8,8%
4. Sif Group	14,9%	80,7%	45,6%	13,0%
5. Acomio	-6,0%	21,6%	-4,2%	-2,5%
6. Nedap	-6,4%	18,4%	3,2%	-1,4%
7. Aalberts	-15,2%	43,5%	5,6%	-4,0%
8. Hunter Douglas	-16,6%	22,7%	4,6%	9,5%
9. Kendrion	-18,5%	57,8%	27,3%	9,3%
10. Neways Electronics Int.	-21,9%	48,6%	12,0%	-3,1%
11. Basic Fit	-29,2%	31,3%	-12,8%	-14,9%
12. TKH Group	-31,8%	25,1%	-11,1%	-6,6%

- 1) In september realiseerden 4 van de 12 participaties (= 33%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden eveneens 4 van de 12 participaties (= 33%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Sif**, **Hunter Douglas** en **Kendrion** het best in de portefeuille. Kendrion organiseerde een *Capital Markets Day* waarvan de uitkomsten enthousiast werden ontvangen door beleggers;
- 3) **Basic-Fit** was de zwakst presterende participatie in september. De onderneming zag zich genooddaakt 148 Franse vestigingen tijdelijk te sluiten als gevolg van het weer oplaaierende covid-19 virus.

Bedrijfsnieuws

ASM International – voortgang aandeleninkoopprogramma

ASM International, toonaangevend producent van chipmachines, is op 2 juni jl. gestart met een nieuw *Share Buyback program* (SBB) met een totale omvang van € 100 miljoen, dat uiterlijk 17 november 2021 dient te zijn afgerond. In de periode tot en met 25 september zijn onder dit programma in totaal 277.934 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 124,23 per aandeel. Daarmee was een totale investering van ruim € 34,5 miljoen gemoed, waarmee derhalve 34,5% van het SBB-programma is uitgevoerd.

De beurskoers van ASMI noteert momenteel € 129,-, ofwel 17,8x de getaxeerde winst 2021. Wij constateren dat ASMI de fraaie opgaande tendens in winstmomentum zowel in 2020 als 2021 weet vast te houden en dat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een verdere *re-rating* van het aandeel aannemelijk is.

Indien de onderneming het resterende aandeleninkoopprogramma tegen de huidige beurskoers zou afronden, zouden nog 507.750 aandelen moeten worden ingekocht. In dit scenario zouden dan in totaal 785.684 aandelen worden ingekocht, waardoor het aantal uitstaande aandelen op termijn met 1,6% zou afnemen.

Nedap – rolt decentraal communicatienetwerk uit in de Nederlandse zorgsector

Caresharing en Nedap hebben medio september de eerste NUTS gebaseerde gegevensuitwisseling in de zorg gerealiseerd. NUTS is een samenwerkingsverband van partijen in de zorg om een decentraal communicatienetwerk te realiseren waarbij gegevens gemakkelijk, veilig en snel kunnen worden uitgewisseld tussen alle Nederlandse zorgverleners.

De eerste organisaties die met de NUTS gebaseerde gegevensuitwisseling werken zijn Huisartsenorganisatie Zorggroep ZGWA en Aafje Thuiszorg Huizen en Zorghotels, beiden actief in de regio Drechtsteden en de West-Alblasserwaard. De zorgmap van de thuiszorginstelling is nu 24/7 inzichtelijk voor de huisartsenorganisatie. Een belangrijk uitgangspunt bij de gegevensuitwisseling die gerealiseerd is, is dat iedere zorgorganisatie met de eigen gekozen applicaties en softwareleverancier kan blijven werken. Daarom moeten de zorggegevens, met toestemming

van de patiënt, op een veilige en betrouwbare manier op te vragen zijn. Zorggroep ZGWA werkt met de applicatie cBoards van Caresharing en Aafje werkt met de applicatie Ons van Nedap.

Dankzij NUTS werken de verschillende applicaties nu naadloos met elkaar samen. De technische onderlaag van NUTS zorgt ervoor dat ook andere softwareleveranciers zich eenvoudig kunnen aansluiten en meedoen in deze zorgtoepassing. Zo heeft iedere softwareleverancier dezelfde kansen om mee te doen en kunnen zorgaanbieders vrij kiezen met welke leverancier zij willen samenwerken. Zie verder de website www.nuts.nl

De marktgroep Healthcare geldt al jarenlang als de groeibriljant van technologiebedrijf Nedap. Deze groep behoort inmiddels tot de grotere marktgroepen – met Retail en Livestock Management – waarbij het op (software)abbonementen gebaseerde verdienmodel een extra dimensie geeft aan de *investment case* van Nedap.

Tegen de huidige beurskoers van € 42,50 wordt 17x de verwachte winst 2021 voor de aandelen Nedap betaald. Uitgaande van een pay-out ratio van 80% bedraagt het dividendrendement in dit scenario een lucratieve 4,7%.

Sif Group – nieuwe bedrijfsfilm *Shaping tomorrow. Performing today!*

Na Flow Traders (+82%) en ASM International (+24%) is Sif Group, producent en marktleider van *monopiles* voor de offshore windindustrie, dit jaar onze best presterende participatie met een koersstijging van 20%. In het koersperformance-overzicht valt op dat Sif Group op drie- en zesmaands basis zelfs de best presterende belegging is. Vorige maand rapporteerde Sif tevredenstellende cijfers over de eerste helft van 2020. Gedurende deze periode lag het accent op het afronden van de projecten Borssele 1-5 en Triton Knoll, alsmede de start van de projecten Akita Noshiro en Saint Nazaire, twee projecten die de lacune in het ordeboek opvulden die was ontstaan na het uitstel van het Amerikaanse Vineyard-project en het uitstel van enkele kleinere projecten door covid-19.

Als gevolg van de uitbraak van covid-19 heeft het Sif-management direct rigoureuze maatregelen genomen ter bescherming van de veiligheid van haar medewerkers, met als gevolg dat de productie in H1 2020 tijdelijk stagneerde. Hierdoor bedroeg deze in H1 2020 uiteindelijk 76 kiloton, overeenkomend met 98 *monopiles*. Deze uitkomst ligt in lijn met de eerdere prognose uit mei die uitging van een jaarproductie 2020 van circa 170 kiloton en een EBITDA op het niveau van 2019.

In H2 2020 beoogt Sif het Akito Noshiro-project af te ronden, de volgende fase van het Saint Nazaire-project te produceren en een begin te maken met het project Hollandse Kust Zuid (HKZ).

Sif maakt intussen progressie op het gebied van interne efficiency. Dit manifesteerde zich volgens CEO Fred van Beers in juni, mede waardoor de *output* in Q2 2020 met 41 kiloton hoger uitkwam dan de 35 kiloton van Q1 2020. Volgens Van Beers dient de efficiency verder te worden opgevoerd en is er op dit gebied nog een opwaarts potentieel van zeker 25%.

De vooruitzichten voor 2021 en verdere jaren blijven onverminderd goed. In heel veel landen worden de offshore wind ambities verder opgeschroefd waardoor de tender-activiteit verder toeneemt. Sif meldde tegelijkertijd met de halfjaarcijfers de exclusieve onderhandeling voor een Europees Offshore Wind project van 70 kiloton te zijn gestart. Door deze ontwikkelingen zal de Europese orderpijlijn van Sif zich de komende periode verder vullen, waardoor de productiecapaciteitsbezetting navenant zal verbeteren. Vanaf 2021 moet zich dit vertalen in een materiële stijging van de winst per aandeel.

In dit kader meldde Sif eind mei een contract met Siemens te hebben getekend voor *marshalling* activiteiten die starten in 2021 en doorlopen tot 2023. Siemens is de tweede klant die gebruik maakt van de complete logistieke dienstverlening van de Sif terminal op de Tweede Maasvlakte. De eerste *marshalling* opdracht van Sif was voor Deme Offshore en werd recent afgerond. Sif verzorgde voor Deme alle logistieke activiteiten voor de *monopiles* van offshore windpark Borssele 1 + 2.

In augustus 2019 heeft Sif 20 hectare extra gehuurd van Havenbedrijf Rotterdam, waardoor de onderneming nu een terrein tot haar beschikking heeft van 62 hectare, met een diepzeekade en directe toegang tot de Noordzee. Sif is sinds 2016 gevestigd op de Maasvlakte. Op deze locatie worden stalen rompen en secties van *monopiles* vanuit de fabrieken in Roermond geassembleerd tot *monopiles* die vervolgens gecoat en opgeslagen worden op het Sif-terrein.

Sif heeft haar marshalling activiteiten in de loop der jaren uitgebreid tot een compleet dienstenpakket en beschikt over de expertise, de ruimte, de ideale locatie en het materieel om offshore wind ontwikkelaars en *contractors* te voorzien

van de beste logistieke oplossing. Het Siemens-contract legt een mooie basis voor een naar verwachting gunstiger boekjaar 2021. Volgend jaar moet het mogelijk zijn om een productie van 200 kiloton te realiseren, waarbij inclusief € 3 miljoen van marshalling services een EBITDA van € 55 miljoen zou kunnen worden behaald (EBITDA FY 2019: € 26,4 miljoen). Tegen de huidige beurskoers van € 15,50 wordt thans circa 12,4x de getaxeerde winst 2021 voor de aandelen Sif Group betaald.

Op 22 september jl. presenteerde Sif Group haar nieuwe bedrijfsfilm, getiteld: *Shaping tomorrow. Performing today*. In deze film wordt gevisualiseerd dat de toegewijde vakspecialisten van Sif ieder project optimaliseren: van design en maakbaarheid tot coating en logistiek. Door nauw samen te werken met de klanten kan Sif productie- en installatieprocessen efficiënt en kosten optimaal laten verlopen. Tegelijkertijd denken de specialisten van Sif verder dan de projecten van vandaag. Er wordt nagedacht over morgen: door de ontwikkelingen in de markt nauwlettend in de gaten te houden kan worden ingespeeld op de veranderende behoeftes van marktspelers. Sif zet haar kennis, ervaring en inventiviteit in ten behoeve van productontwikkeling en innovatie. Zo helpt de Groep actief mee vorm te geven aan de toekomst van windenergie op zee. De film kan worden bekeken door [hier te klikken](#).

Neways Electronics International – reorganisatie in Duitsland

Neways, actief op de internationale EMS (Electronic Manufacturing Services)-markt, bereidt een stevige reorganisatie voor bij zijn Duitse vestiging in Riesa. De verwachting is dat daar meer dan 100 arbeidsplaatsen verloren gaan, zo stelt CFO Paul de Koning op vragen van het Eindhovens Dagblad. Het Neways-bedrijf in Riesa heeft zwaar te lijden onder de teruggang van de Duitse auto-industrie. Volgens De Koning is sprake van een behoorlijke terugval in de automotive. Hij verwacht dat deze markt wel zal terugkomen, maar dat onduidelijk is in hoeverre en wanneer dit zal geschieden. Vandaar dat tot de reorganisatie is besloten.

Neways is in gesprek met de ondernemingsraad van het bedrijf in Riesa, dat momenteel ruim 800 arbeidsplaatsen telt. De Koning verwacht dat eind dit jaar of begin volgend jaar de reorganisatie zijn beslag zal krijgen. De aangekondigde reorganisatie komt niet als een verrassing en werd vorige maand al min of meer aangekondigd bij de publicatie van de halfjaarcijfers. Neways meldde toen dat het in de eerste helft van 2020 een behoorlijke last van de covid-19 uitbraak ondervond. De vraaguitval in Automotive, met name als gevolg van het volledig stilleggen van de productie in april en mei door een aantal van de klanten van Neways, heeft ertoe geleid dat de omzet met 8% daalde ten opzichte van dezelfde periode van 2019.

Door nauwere samenwerking in de keten en door sterk te managen op de kosten en cash bleven de effecten van covid-19 op de bedrijfsvoering beperkt en kon een positief resultaat worden behaald in een uiterst beweeglijk en uitdagend halfjaar. De komende periode blijft het management onveranderd scherp managen op kosten, investeringen en werkkapitaal teneinde de winstgevendheid en cashpositie te beschermen. Tegelijkertijd worden plannen uitgewerkt om een structurele verlaging van de kosten te bewerkstelligen en tot een betere capaciteitsbenutting te komen welke aansluit bij de realiteit van vandaag.

Daarnaast richt Neways zich onverminderd op de uitrol van de aangescherpte strategie. Het management zet daarbij in op een versterking van de marktpositie als *System Innovator* en *Product Life Cycle Partner*, het vergroten van de toegevoegde waarde en, door middel van het transformatieproces ONE Neways, een verbetering van de organisatiestructuur en de werkprocessen. Dit zal moeten leiden tot een structureel hogere winstgevendheid in de komende jaren.

Ten aanzien van de vooruitzichten voor H2 2020 stelt het management dat de onzekere omstandigheden als gevolg van de covid-19 pandemie resulteren in volatiliteit op de afzetmarkten van Neways, waardoor de zichtbaarheid voor de komende periode zeer beperkt is. Op basis van het omzetherstel in juni en de huidige stand van het orderboek ziet CEO Eric Stodel de eerste signalen van herstel in Automotive. Deze vormen echter nog geen hard bewijs dat de covid-19 pandemie nu een gepasseerd station is.

Voor H2 2020 zien wij ruimte voor een licht omzet- en resultatenherstel in vergelijking met de zwakke eerste jaarhelft. Daar komt dus een eenmalige reorganisatielast bij, teneinde het transformatieproces van Neways in een hogere versnelling te brengen. Voor 2021 achten wij, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een terugkeer naar de

winstgevendheid van 2018 van € 1,20 per aandeel, zeker mogelijk. Alsdan is de huidige beurskoers van € 8,20, ruwweg de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel, slechts een flauwe afspiegeling van het winstpotentieel van Neways Electronics International.

Kendrion – Capital Markets Day

Bedragen in € miljoen	Q2 2020	Q2 2019	% change	H1 2020	H1 2019	% change
Omzet	85,1	109,0	-22	194,7	217,3	-10
EBITDA	7,6	11,1	-31	20,2	23,8	-15
<i>EBITDA-marge</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,2%</i>		<i>10,4%</i>	<i>11,0%</i>	
Nettowinst	0,0	4,5	-100	3,0	8,8	-66
Winst per aandeel (€)	0,00	0,33	-100	0,20	0,66	-70

Kendrion, wereldmarktleider in elektromagneten en systemen, presenteerde op 10 september tijdens een Capital Markets Day nieuwe ambitieuze doelstellingen voor de periode tot en met 2025:

- Een jaarlijkse autonome omzetgroei van ten minste 5% waarbij boekjaar 2019 als startpunt geldt;
- Een EBITDA-marge van ten minste 15% in 2025;
- Een rendement op geïnvesteerd vermogen, exclusief aan acquisities gerelateerde immateriële activa, van meer dan 25% in 2025;
- Een (ongewijzigde) dividendbeleid: pay-out ratio in bandbreedte 35% - 50% van de nettowinst.

Als de wereldmarktleider in elektromagneten en systemen legt Kendrion zich toe op marktsegmenten waar goede kansen liggen voor duurzame en winstgevende groei, te weten: automotive, industriële remsystemen en in China. Deze drie segmenten zijn tezamen goed voor circa 80% van de huidige groepsomzet. Ondanks de cyclische *downtrend* in de automotive-markt en de covid-19 pandemie, die de financiële performance momenteel onder druk zetten, is de uitgangspositie van Kendrion de afgelopen twee jaar aanzienlijk versterkt.

In automotive heeft Kendrion significante vooruitgang geboekt met haar zogenaamde *Lighthouse* platforms dankzij gerichte investeringen in nieuwe producten voor hybride en elektrische auto's. In dit kader richt Kendrion zich op de 'Aces' van de automotive-markt: Autonom, Connect, Elektrisch en Shared.

Nu de markt voor hybride en elektrische voertuigen steeds sterker groeit, verwacht het Kendrion-management dat de marktvraag naar deze *Lighthouse* platforms eveneens belangrijk zal toenemen. In het segment Industriële remsystemen heeft Kendrion haar sterke marktpositie eind vorig jaar uitgebouwd met de overname van INTORQ. Deze markt zal naar verwachting de komende jaren met meer dan 5% op jaarbasis gaan groeien.

In China heeft Kendrion sinds 2016 jaarlijks een omzetgroei van meer dan 20% (weliswaar vanaf een lage basis) gerealiseerd. Kendrion is voornemens deze groei de komende jaren voort te zetten en beschikt inmiddels over een volle project-pijplijn. Om aan de sterke vraag te kunnen voldoen wordt binnenkort een nieuwe fabriek (25.000 m2 productieruimte) in Suzhou geopend.

CEO Joep van Beurden is trots op de prestaties die Kendrion de laatste jaren heeft geleverd. Er is een soepele transformatie van een gedecentraliseerde organisatie naar een strak georganiseerde wereldspeler op nichemarkten tot stand gebracht. De overname van INTORQ heeft de interne balans verbeterd, nu automotive en de industriële markten ieder circa 50% van de omzet en het groeipotentieel voor hun rekening nemen.

De verschillende bedrijfsonderdelen zijn inmiddels goed gepositioneerd om de geformuleerde doelstellingen op termijn ook daadwerkelijk te realiseren. Voor de kortere termijn dient echter rekening te worden gehouden met de onvoorspelbare impact van covid-19. Dit hebben wij vorige maand reeds in het bericht over augustus verwoord bij de publicatie van de halfjaarcijfers.

Basic-Fit – sluit tijdelijk 148 Franse vestigingen

Fitnessketen Basic-Fit heeft als gevolg van een aanwijzing van de Franse regering, besloten om per direct 148 van de 445 vestigingen in Frankrijk te sluiten voor een periode van twee weken. De beslissing van de Franse regering staat in schril contrast met de bevindingen van de lokale fitnessbedrijven die aantonen dat de doorgevoerde covid-19 protocollen goed werken, dat de fitnessclubs *safe* zijn en niet bijdragen aan de verspreiding van het virus.

Sinds de heropening van de vestigingen van Basic-Fit in juni heeft de Groep meer dan 22 miljoen sporters ontvangen in haar sportclubs, waarvan 11 miljoen in Frankrijk, zonder dat er zich een covid-19 uitbraak heeft voorgedaan.

Basic-Fit heeft zich dan ook juridisch gekeerd tegen deze overheidsbeslissing en poogt de clubs weer zo spoedig mogelijk te heropenen. De betrokken clubs zijn met name gevestigd in de grotere steden, waaronder Parijs, Bordeaux, Grenoble, Lille, Marseille, Montpellier, Rouen, Rennes, Saint Etienne en Toulouse.

Overigens is Basic-Fit goed in staat om deze tegenvaller het hoofd te bieden met momenteel een kaspositie van circa € 175 miljoen. Momenteel exploiteert Basic-Fit 895 sportclubs, een toename van 111 sinds het begin van dit jaar (+14%). Hiervan zijn er 297 in Frankrijk gevestigd (= 33%). In een toelichting stelt het management tenslotte niet te kunnen overzien in hoeverre de sluiting mogelijk langer dan twee weken zal gaan duren. Evenmin kan worden uitgesloten dat ook andere vestigingen gedwongen moeten worden te sluiten als gevolg van het weer opleven van het coronavirus.

Wij houden voor het lopende jaar rekening met een gering verlies van naar schatting € 0,25 per aandeel. Indien covid-19 in de loop van volgend jaar onder controle wordt gebracht, kan Basic-Fit weer terugkeren naar het bekende groeipad van vóór de coronacrisis. In dit scenario achten wij de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 22,- uiterst aantrekkelijk geprijsd.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in portefeuille per 1 oktober 2020 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Flow Traders	16,2%
ASM International	13,7%
BE Semiconductors	13,1%
Hunter Douglas	11,6%
Nedap	9,4%
Sif Group	7,2%
TKH Group	6,6%
Neways Electronics International	5,7%
Kendrion	5,6%
Aalberts	5,4%
Overige 2 participaties	6,7%
Liquiditeiten en overige	-1,2%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Begin oktober houdt de aandelenmarkt goed stand. Bedrijfsspecifiek nieuws is momenteel schaars. Vanaf midden-oktober zal de stroom van Q3-resultaten op gang komen.

Vanzelfsprekend houden wij de winst- en dividendtaxaties van de participaties in onze portefeuille continu langs de meetlat van de nieuwe realiteit van de covid-19 pandemie. Daarbij gaan wij uit van drie scenario's: *best-case*, *base-case* en een *worst-case* scenario die gebaseerd zijn op de duur en diepgang van de recessie.

De vijf voor covid-19 minder gevoelige participaties in portefeuille, goed voor een gezamenlijke portefeuille-weging van ruim 53%, bieden in het base-case scenario een behoorlijke compensatie voor de voorziene teruggang bij de overige zeven participaties. Omdat onze participaties in de portefeuille alle (niche) marktleider in hun bedrijfssegment zijn, uitstekend zijn gekapitaliseerd én een bewezen concurrentiekracht en innovatievermogen hebben, voorzien wij een snel en krachtig herstel in de periode na covid-19. Daarbij zal ook een groter marktaandeel (vanwege uitgeschakelde/failliete concurrenten) een ondersteunende rol spelen.

In dit kader hebben wij recent onze winsttaxaties voor boekjaar 2021 bepaald. Met uitzondering van Flow Traders, dat in 2020 een uitzonderlijk hoog resultaat realiseert, voorzien wij voor alle deelnemingen een hoger netto resultaat in vergelijking met het thans lopende boekjaar. Het uitgangspunt hierbij is dat er in Q2 2021 een vaccin tegen covid-19 beschikbaar komt.

Op basis van *base-case* winst- en dividendtaxaties noteert onze portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2021 van 13,2 en een gewogen dividendrendement 2021 van 4,4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 6 oktober 2020