

MAANDBERICHT OVER JANUARI 2019

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt wist zich in de maand januari sterk te herstellen van de zwakke eindejaarsperiode. De AEX-Index steeg 6,7% naar 520,63, de Amsterdam Midkap Index klom 10,4% naar 725,80 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 5,7% toe op 933,56.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in januari met 6,0% van € 44,62 naar € 47,28.

Het fondsvermogen per 1 februari 2019 bedroeg € 97,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 96,7 miljoen was belegd in 14 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind januari 1,2% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 47,52
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 47,28
Fondsvermogen	€ 97.865.806
Aantal uitstaande aandelen	2.069.908

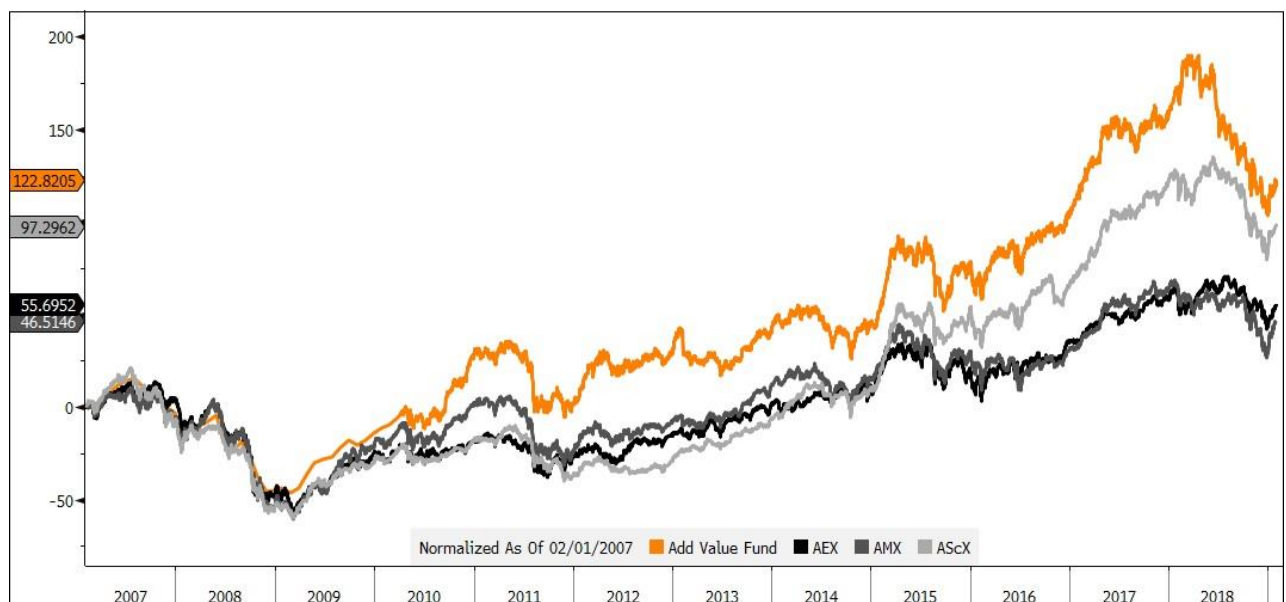
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+5,96	+122,82
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	+6,71	+55,69
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	+10,44	+46,51
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	+5,69	+97,29

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/1/2019

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/1/2019)

Peildatum: 31/1/2019

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Flow Traders	+33,9	+6,3	-4,0	-3,0
2.	Nedap	-13,5	-6,1	+1,4	+4,8
3.	Lucas Bols	-15,4	-7,4	-0,9	+2,3
4.	Hunter Douglas	-19,9	-13,4	-3,4	-2,1
5.	TKH Group	-21,3	-21,3	-5,6	+3,6
6.	Acomo	-22,0	-3,3	+4,6	+11,1
7.	Brunel International	-22,8	-12,9	+11,3	+11,6
8.	ASM International	-26,8	-14,1	+11,7	+17,3
9.	Aalberts Industries	-30,5	-21,2	-5,7	+5,3
10.	Neways Electronics Int.	-32,7	-5,0	+2,7	+11,9
11.	Koninklijke Brill	-37,1	-29,1	-7,9	+18,0
12.	BE Semiconductor Ind.	-41,5	+21,9	+19,7	+22,7
13.	Sif Group	-47,4	-49,9	-39,9	-23,8
14.	Kendrion	-49,7	-42,4	-20,4	+1,9

- 1) In januari realiseerden 11 van de 14 participaties (= 79%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteert 1 van de 14 participaties (= 7%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **BE Semiconductors** en **ASM International** bovengemiddeld in de portefeuille. De tekenen van een aanstaand herstel in de halfgeleidersector in de tweede helft van 2019 worden talrijker, waardoor beleggers het weer aandurven om longposities in te nemen;
- 3) **Sif Group** was de zwakst presterende participatie in januari. Het aandeel kreeg een tweetal adviesverlagingen van Buy naar Hold door *sell-side* analisten, die voor verdere koersdruk zorgden. Wij blijven de nadruk leggen op het sterke winstpotentieel op de middellange termijn in deze op de energietransitie gerichte belegging.

Bedrijfsnieuws

Chipmachinefabrikant BE Semiconductors Industries, kortweg **Besi**, was met een koersstijging van ruim 22% de best presterende participatie in januari. Deze significante koersappreciatie volgde op een vrijwel ononderbroken koersdaling sinds 27 maart 2018 toen de beurskoers een *all time high* van € 44,60 bereikte. Na de Q3 cijfers 2018 werd op 25 oktober jl. een dieptepunt van € 14,42 genoteerd. In januari volgde echter een zeer krachtig koersherstel, ondanks dat de zichtbare shortposities in het aandeel Besi verder werden uitgebreid naar ruim 9% van het uitstaande aandelenkapitaal. Dit komt met name door de meevallende cq minder slechte bedrijfscijfers en vooruitzichten van Amerikaanse en Aziatische halfgeleiderbedrijven die al eerder de winstcijfers over het boekjaar 2018 rapporteerde. Aan de 22% koersstijging van de Amerikaanse SOX-Index (30 grootste chipbedrijven ter wereld) vanaf eind vorig jaar tot heden is te zien dat het sentiment onder beleggers duidelijk is verbeterd.

Wij verwachten een licht herstel van de winst per aandeel van Besi in Q1 2019 versus Q4 2018 en vanaf Q2 2019 een duidelijk herstel in de investeringscyclus van de *Advanced Packaging Equipment* markt door de vraag naar nieuwe technologieën zoals kunstmatige intelligentie (AI), 5G, datacenters en zelfrijdende auto's.

Wij voorzien voor geheel 2018 een winst per aandeel van circa € 1,75 (2017: € 2,32). Over de eerste negen maanden van 2018 werd reeds € 1,52 verdiend, hetgeen impliceert dat in Q4 2018 naar verwachting slechts een bescheiden resultaat van € 0,23 per aandeel zal worden toegevoegd. Voor 2019 voorzien wij tentatief een winst per aandeel tussen € 1,50 en € 2,00, waarbij het accent van winstherstel in de tweede jaarhelft zal liggen.

Gegeven de sterke financiële (netto kas)positie van Besi voorspellen wij een handhaving van de 100% pay-out ratio. Tegen de huidige beurskoers van € 23,00 bedraagt derhalve het dividendrendement 7,6% op basis van de getaxeerde 2018-winst en minimaal 6,5% op basis van de verwachte winst 2019.

De Algemene Vergadering van Aandeelhouders vindt plaats op 26 april a.s., hetgeen betekent dat de komende 14-15 maanden een dividendflow van naar verwachting € 3,25 per aandeel tegemoet kan worden gezien. Dit betekent op jaarbasis een rendement van 11,7%. Deze verwachte vergoeding lijkt voldoende te zijn om de licht onzekere omzet- en winstperformance van H1 2019 te overbruggen. Indien de prognose van onderzoeksbureau VLSI aangaande de *Assembly Equipment Market Trends* bewaarheid wordt, zal dit marktsegment na een stabilisatie in 2018 naar verwachting met 12,4% krimpen in 2019 om in 2020 weer met 9,9% te groeien. Besi heeft de afgelopen vijf jaar elk jaar beter gepresteerd dan het marktgemiddelde en er lijkt geen aanleiding te zijn te veronderstellen dat dit patroon de komende periode zal veranderen.

Een ander punt van aandacht is de nog altijd zeer hoge shortpositie in aandelen Besi. Per 3 februari 2019 bedroeg de shortpositie 9,43% van het uitstaande aandelenkapitaal. Ongeveer 38% van deze shortpositie wordt gehouden door één hedgefund, Scopia Capital Management (SCM). Wij hebben de shortpositie van SCM geanalyseerd en komen tot de volgende samenvatting:

- SCM is op 6 maart 2018 gestart met de opbouw van de shortpositie. Vier handelsdagen later bedroeg deze shortpositie reeds 1,56 miljoen aandelen, ofwel 1,95% van de uitstaande aandelen, tegen een gemiddelde verkoopkoers van € 40,63*;
- Op 11 oktober 2018 bereikte de shortpositie de grootste omvang, te weten 3,95 miljoen aandelen, overeenkomend met 4,93% van het totaal aantal uitgegeven aandelen.
- Op 25 oktober 2018 noteerde het aandeel Besi *intraday* de laagste jaarkoers op € 14,42. Op dat moment stond SCM met haar shortpositie op een papieren winst van € 63,6 miljoen, waarvan toen € 7,9 miljoen was gerealiseerd;
- Uitgaande van de huidige beurskoers van € 23,- resteert van deze winst € 35,5 miljoen, waarvan SCM in de periode 9 november 2018 t/m 4 januari 2019 nog eens € 6,4 miljoen heeft gerealiseerd. In deze periode bracht SCM haar shortpositie terug van 4,93% naar 3,33% van de uitstaande aandelen;
- De gemiddelde verkoopkoers van de huidige shortpositie van SCM bedraagt € 28,02 per aandeel.
- Sinds 25 januari 2019 heeft SCM de shortpositie weer met 192k aandelen vergroot tegen een gemiddelde verkoopkoers van € 21,30 per aandeel.

**) = de in deze samenvatting vermelde cijfers zijn ontleend aan het Register netto shortposities zoals dat wordt bijgehouden door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Bij de calculatie van de verkoop- en aankooprijzen van SCM is uitgegaan van de gemiddelde beurskoers van de betreffende handelsdag.*

Wij zijn van mening dat de huidige totale netto shortpositie in Besi, dat zijn ruim 7,5 miljoen aandelen, de komende maanden moet worden gedekt, onder de premisse dat het winstmomentum van Besi zich inderdaad langs de lijnen van de marktconsensus ontwikkelt én de externe marktomstandigheden niet drastisch verslechteren.

Deze dekkingsaankopen zullen leiden tot een zogenaamde *short squeeze* en een terugkeer naar een premie-waardering van het aandeel Besi, zoals dat het geval was vóórdat hedgefonds begonnen met hun shortverkoppen.

De gemiddelde sectorwaardering van chipmachinefabrikanten is circa 15x de getaxeerde winst. Op basis van de verwachte winst 2020 van € 2,30 (ruwweg gelijk aan die van recordjaar 2017) zou een beurskoers van € 34,50 een reële aanname zijn. Vanaf de huidige beurskoers van € 23,- betekent dit een opwaarts koerspotentieel van 50%. Op woensdag 20 februari publiceert Besi de jaarcijfers 2018.

Technologiebedrijf **Nedap** gaat het omvangrijke nieuwe zorgcentrum AZ Zeno in het Belgische Knokke-Heist voorzien van fysieke toegangscontrole en van langeafstandslezers voor voertuigidentificatie. AZ Zeno, dat sinds april 2018 in gebruik is, bestaat uit een ziekenhuis met revalidatiecentrum, polikliniek, auditoria, publiek-evenementenruimte en een helihaven. Voor dit omvangrijke project hebben de marktgroepen Nedap Security Management en Nedap Identification Systems de krachten gebundeld. Voor het AZ Zeno is veiligheid – van patiënten en medewerkers – van groot belang.

Met AEOS biedt Nedap het zorgcentrum een totaaloplossing op het gebied van fysieke toegangscontrole. Naast toegangscontrole wordt AEOS ook toegepast op de personeelslockers. Nedap's TRANSIT-langeafstandslezers worden onder meer gebruikt om ziekenauto's snel en eenvoudig toegang te geven tot het terrein en het ziekenhuisgebouw. Dankzij deze combinatie van Nedap-oplossingen zijn optimale veiligheid én toegankelijkheid gegarandeerd. AZ Zeno koppelt functionaliteit en duurzaamheid en houdt daarbij maximaal rekening met het landelijke karakter van de omgeving. De link tussen binnen en buiten, tussen zorgfaciliteiten en publieke ruimtes is vrijwel naadloos. Het complex is duurzaam ontworpen en gebouwd met oog voor integratie in het landschap, ecologische energie en gebruikte materialen. Nedap werkt bij de uitrol van haar systemen in het AZ Zeno nauw samen met haar partner Electro Enterprise Gullegem.

Eerder in de verslagmaand meldde Nedap dat het een driejarig contract heeft afgesloten met de Zuid-Afrikaanse value retailer Ackermans voor de levering van !D Cloud, Nedap's toonaangevende RFID-software platform, dat in de 800 vestigingen van Ackermans zal worden geïnstalleerd. Ackermans is de eerste Afrikaanse retailer waar RFID grootschalig wordt uitgerold.

Nedap zal op donderdag 14 februari nabeurs de jaarcijfers 2018 bekendmaken. Wij taxeren een winst per aandeel van € 2,52 (2017: € 2,02), waarmee de aandelen Nedap tegen de huidige beurskoers van € 43,50 worden verhandeld tegen 17,3x de verwachte winst. Uitgaande van een pay out-ratio van 91% komt het getaxeerde dividendrendement op 5,3%.

Op spoor 1 tot 6 van het treinstation Brussel-Zuid is de verlichtingsinstallatie vervangen door zeer efficiënte verlichtingsarmaturen van TKH-werkmaatschappij BB Lightpipe. Voor dit project heeft BB Lightpipe een op maat gemaakte versie van de BB Lightpipe EVO ontwikkeld, die in de bestaande kabelgoot kan worden gemonteerd. In de kabelgoten zijn ook luidsprekers, cameramodules en de voeding voor de spoorborden geïntegreerd. Met dit nieuwe armatuur is een perfecte *plug-and-play* installatie in de bestaande kabelgoten gerealiseerd. Doordat de installatie 's nachts moest gebeuren, werd de behuizing en bedrading zo ontworpen dat een snelle en eenvoudige installatie mogelijk was. Op deze manier konden bovendien de installatiekosten laag worden gehouden. De klant heeft voor BB Lightpipe gekozen omwille van de uiterst lage GR-verlichtingswaarden zodat machinisten niet verblind worden door de verlichting. De BB Lightpipe is een armatuur van hoge kwaliteit met een zeer lange levensduur. Er zijn geen vervangende onderdelen nodig voor minimaal 12 jaar waardoor de onderhoudskosten extreem laag zijn en de bedrijfszekerheid zeer hoog is. Brussel-Zuid is het belangrijkste knooppunt dat wordt gebruikt door alle treinen naar Brussel, evenals internationale treinen naar Londen, Parijs, Amsterdam, Keulen, Frankfurt en Luxemburg.

Werkmaatschappij BB Lightpipe ressorteert onder de *growth verticals* Tunnel & Infra waarvoor de komende 3 – 5 jaar ten minste een omzetverdubbeling wordt verwacht. Het groeipad van TKH Group kan als volgt worden geïllustreerd:

Omzet in € miljoen	2012	2016	2017	Groeiscenario's
Fibre Optics Network	80	109	127	175 - 200
Parking	20	55	47	75 - 100
Tunnel & Infra	30	43	48	100 - 150
Marine & Offshore	20	53	58	100 - 125
Care	30	43	52	70 - 100
Machine Vision	95	111	127	250 - 300
Tire Building Industry	175	259	297	450 - 550
Growth verticals	450	674	756	1.220 – 1.525

In 2017 waren de *growth verticals* goed voor ruim de helft van de groepsomzet van € 1.485 miljoen. TKH verwacht dat de omzet in de genoemde segmenten de komende 3 – 5 jaar met € 300 à € 500 miljoen kan toenemen, waarbij autonome groei voor tenminste 80% van deze groei verantwoordelijk zal zijn. De gepresenteerde groeiscenario's liggen aan de basis van de in 2017 opwaarts bijgestelde ondernemingsdoelstellingen: Return On Sales 12 – 13% (2017: 10,2%), Return on Capital Employed 20 – 22% (2017: 19,8%) en Net debt/EBITDA: < 2,0 (2017: 0,9).

TKH Group presenteert de jaarcijfers 2018 op 5 maart a.s. Wij taxeren een winst per aandeel van circa € 2,85 (2017: € 2,30), een stijging van ruim 23%. Tegen de huidige beurskoers van € 42,50 wordt 15,2x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen TKH Group betaald. Het dividendrendement bedraagt bij een pay out-ratio van 50% ruim 3,2%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	14,1%
Flow Traders	13,8%
Hunter Douglas	13,7%
BE Semiconductor Industries	13,0%
Nedap	9,1%
TKH Group	7,3%
Neways Electronics International	7,3%
Kendrion	4,4%
Sif Group	3,6%
Brunel International	3,6%
Overige 4 participaties	8,9%
Liquiditeiten en overige	1,2%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De start van beursjaar 2019 is weliswaar positief verlopen, maar de onderliggende onzekerheden zijn daarmee nog niet van het toneel verdwenen. Hiervoor zijn de relatief lage beursomzetten een afdoend bewijs. De mildere opstelling van de FED heeft wereldwijd tot een dalende tendens in de rentetarieven geleid, waardoor aandelenbeleggingen weer enigszins aan populariteit hebben gewonnen. Niettemin blijft het sentiment op financiële markten wankel.

De nog voortdurende onzekerheid rond de afloop van de handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China/West-Europa en de brexit dwingt beleggers onveranderd in een defensieve positie en afwachtende houding.

Vanaf aanstaande vrijdag 8 februari, te beginnen met Flow Traders, publiceren de participaties uit onze portefeuille de jaarresultaten over 2018. Daarmee krijgen aandeelhouders een beter inzicht in de huidige stand van zaken alsmede van het (middel)lange termijnperspectief van de betreffende ondernemingen. Wij zijn in beginsel positief gestemd ten aanzien van de uitkomsten van de komende berichtgeving.

Begin februari noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 11,5x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,7%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
 Willem Burgers
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 5 februari 2019

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen