

## MAANDBERICHT OVER APRIL 2020

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt herstelde in april deels van de forse verliezen van de maand maart. De AEX-Index steeg 6,7% naar 512,92, de Amsterdam Midkap Index klom 10,2% naar 728,98 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 13,6% in op 756,32.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in april met 10,9% van € 43,41 naar € 48,14. Inclusief het in april uitgekeerde dividend van € 1,25 per aandeel, bedroeg de stijging 13,8%. Over de eerste vier maanden van 2020 werd een totaal beleggingsresultaat van -14,1% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 mei 2020 bedroeg € 82,0 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 81,8 miljoen was belegd in 13 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind april 0,2% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 4 mei 2020 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 47,90
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 48,14
Fondsvermogen	€ 82.035.108
Aantal uitstaande aandelen	1.703.936

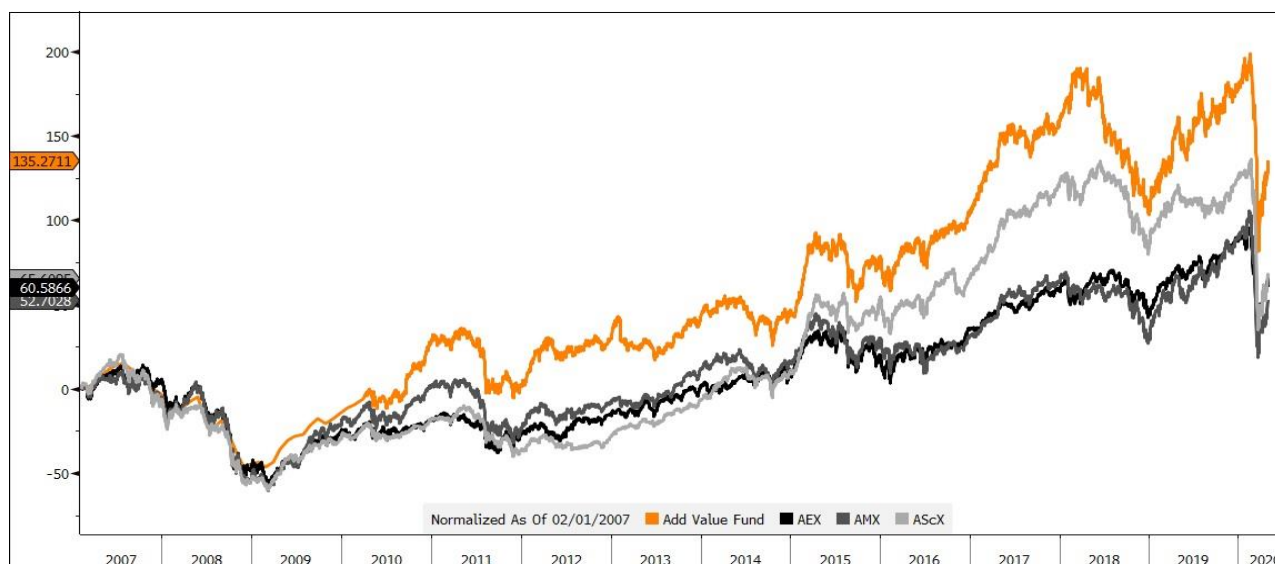
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	-14,08	+135,27
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	-14,36	+60,59
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	-19,29	+52,70
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	-26,38	+65,61

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

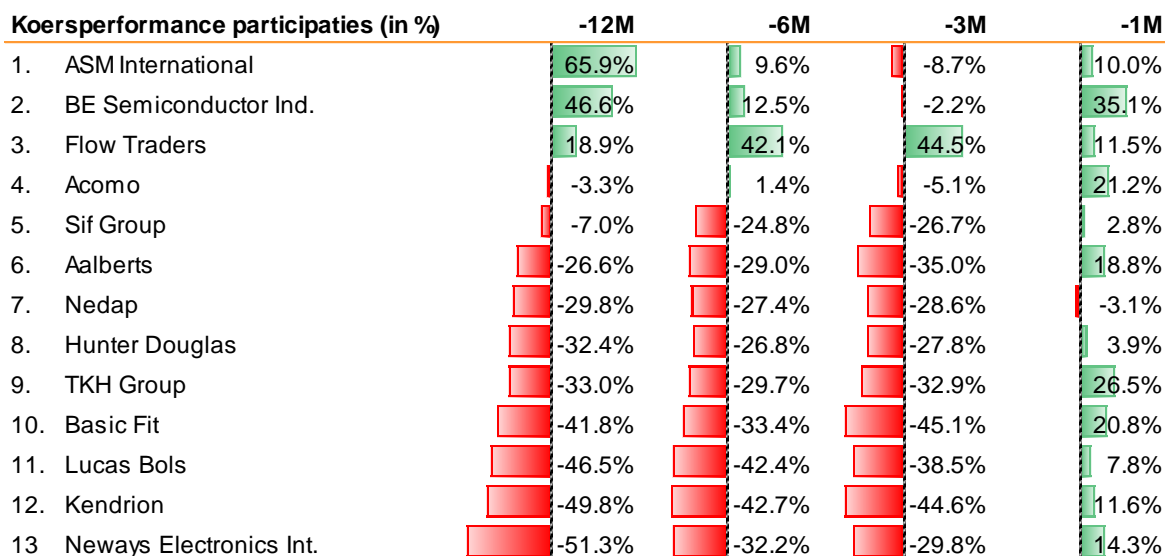
\*Peildatum: 30/4/2020

### Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/4/2020)

Peildatum: 30/4/2020



- 1) In april realiseerden 12 van de 13 participaties (= 92%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 3 van de 13 participaties (= 23%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Besi** het best in de portefeuille. De toeleverancier van machines aan de halfgeleiderindustrie rapporteerde goede cijfers over Q1 2020 en meldde bovendien een sterke orderintake;
- 3) **Nedap** was de zwakst presterende participatie in april. De onderneming waarschuwde voor de ongewisse gevolgen van de corona-crisis en stelde het dividend over 2019 voorlopig uit.

### Bedrijfsnieuws

**Flow Traders** – op weg naar recordjaar, in Q1 al meer nettowinst gerealiseerd dan over de hele periode 2017 t/m 2019

Bedragen in € miljoen	Q1 2020	Q1 2019	% change
Netto handelsinkomsten	495,0	63,1	+684
- EMEA	304,9	37,5	+713
- Americas	149,0	17,3	+761
- APAC	41,0	8,3	+394
EBITDA	323,7	26,8	+1108
Nettowinst	262,3	19,2	+1266
Winst per aandeel (€)	5,71	0,41	+1293

Flow Traders, wereldwijd liquiditeitsverschaffer in ETPs op financiële markten, rapporteerde recordresultaten in de eerste drie maanden van 2020. Er werd optimaal geprofiteerd van de onrust op financiële markten, waardoor verhandelde volumes fors aantrokken, *bid-ask spreads* verruimden en dislocaties toenamen.

De handelsteams van Flow Traders boekten in alle regio's en marktsegmenten uitstekende resultaten. Er moest een last van € 0,9 miljoen worden genomen om de handelslocaties corona-proof te maken.

De door Flow Traders uitgestippelde strategie met de nadruk op sterk risicomanagement, robuuste IT-systemen en uitstekende productenkennis betaalde zich in de verslagperiode uit.

De teams van Flow Traders wisten zich in de uitdagende marktomstandigheden duidelijk in positieve zin te onderscheiden van de concurrentie en hierdoor marktaandeel te winnen. Ook in Noord-Amerika, waar de marktpositie nog beperkt is, werd op dit terrein progressie geboekt.

De verdeling van het Net Trading Income was evenwichtig over de verschillende *trading desks*; met name in obligaties werden goede resultaten geboekt, mede omdat de Centrale Banken in de loop van het kwartaal in de markt actief

werden. In maart werd een uitzonderlijk goed resultaat geboekt, omdat de koersvolatiliteit en beursomzetten toen sterk opliepen. CEO Dennis Dijkstra wilde nog niet vooruitlopen op de gang van zaken in april. Echter, gezien de onveranderd hoge volatiliteit in de eerste weken van april en de grote onrust op de oliemarkt, lijkt ook Q2 2020 voor Flow Traders een uitstekend resultaat te zullen opleveren. Wij menen dat onder de huidige marktomstandigheden een winst per aandeel voor geheel 2020 van meer dan € 10,00 een reële aanname is.

De huidige beurskoers van € 31,60 impliceert dat thans slechts 3,2x de verwachte winst voor de aandelen Flow Traders wordt betaald. Uitgaande van het bestendige dividendbeleid mag worden uitgegaan van een pay-out ratio van 70%, waarmee het dividendrendement zich op circa 22% laat berekenen.

Natuurlijk dienen wij ons te realiseren dat de marktomstandigheden van dit moment niet naadloos kunnen worden doorgetrokken naar de komende periode, laat staan de komende jaren.

Echter, in het licht van de IPO-koers van € 32,- per aandeel van juli 2015 en gezien de solide resultaten die Flow Traders heeft geboekt in jaren met een geringe koersvolatiliteit, is toch, ondanks de 50% koersstijging dit jaar, sprake van een substantiële onderwaardering van het aandeel.

Vandaar dat wij ervoor opteren om de weging van het aandeel in de portefeuille vooralsnog te handhaven in de bandbreedte 15% tot maximaal 20%. Op deze wijze kan onze participatie in Flow Traders optimaal fungeren als 'hedge' in portefeuille. Daarnaast profiteert de schuldenvrije onderneming van de sterk groeiende ETF-markt en kan het zelfs in tijden met minder hoge koersvolatiliteit aantrekkelijke winsten behalen. Het aandeel Flow Traders is daarom 'the best of both worlds'.

#### BE Semiconductors International – solide start 2020 en herstel in Q2

Bedragen in € miljoen	Q1 2020	Q1 2019	%-verandering
Omzet	91,3	81,4	+12
Bedrijfsresultaat	18,8	14,7	+28
Marge	20,6%	18,1%	
Nettowinst	13,9	9,5	+46
Orderintake	118,6	83,4	+42
Winst per aandeel (€)	0,19	0,13	+46

Chipmachineproducent Besi kende een solide start van boekjaar 2020. De gerapporteerde omzet kwam uit in het midden van de eerder gecommuniceerde bandbreedte en was vrijwel gelijk aan die van Q4 2019 ondanks de gevolgen van de uitbraak van het coronavirus. De omzetgroei kwam met name door een toegenomen vraag naar mobiele applicaties. Daarnaast was er ook een sterkere vraag naar logic toepassingen ten behoeve van de markten van cloud infrastructuur en kunstmatige intelligentie, waarmee de ingezette trend van 2019 een vervolg kreeg.

Chinese klanten waren goed voor een omzetaandeel van circa 39% en tekenden voor 32% van de nieuwe orders. Dit ondanks de covid-19 uitbraak in Wuhan; Besi's Chinese productiecentra liggen in Leshan, buiten het door het virus getroffen gebied, evenals de fabrieken van de meeste Chinese klanten.

De fraaie stijging van de orderintake, +18% in vergelijking met Q4 2019 en +42% ten opzichte van Q1 2019, weerspiegelde nieuwe opdrachten van smartphone-producenten in anticipatie op nieuwe productintroducties in 2020 en 2021. Daarentegen daalden de leveringen aan het segment Automotive, vanwege het effect van de opgelegde lockdowns.

Opvallend en zeer sterk was de hogere brutomarge van 56,7% waarbij Besi's flexibele Aziatische supply chain, werknemersbestand en fabriekscapaciteit in Maleisië, China en Singapore haar waarde eens te meer bewees.

De balanspositie bleef ijzersterk met een kaspositie per ultimo maart 2020 van € 427,6 miljoen met daarnaast een kredietlijn van maximaal € 136 miljoen.

Ten aanzien van Q2 2020 voorspelt CEO Richard Blickman dat de omzet naar verwachting met 5-25% zal toenemen ten opzichte van Q1 2020 en dat de brutomarge in de bandbreedte 56-58% zal liggen. Omdat de operationele kosten circa 10-15% zullen dalen in vergelijking met Q1 2020, omdat er dit kwartaal geen winstdelende vergoedingen behoeven te worden afgedragen, zal de nettowinst in Q2 2020 beduidend hoger uitkomen dan in het afgelopen

kwartaal. Voor de korte termijn is Blickman terughoudend gezien de vele onzekerheden die samenhangen met het verloop van covid-19, maar op iets langere termijn is de Besi-topman uitgesproken optimistisch ten aanzien van de perspectieven op versnelde omzet- en winstgroei. *Advanced Packaging* is het gebied waar Besi de toonaangevende producent en leverancier is en waar de onderneming de komende jaren zal gaan profiteren van de uitrol van 5G-netwerken, AI- en *cloud* computing infrastructuur.

Wij verwachten dat Besi de uitdagingen van covid-19 goed het hoofd zal kunnen bieden. Met de huidige beurskoers van € 37,50 wordt weliswaar vooruitgelopen op een sterke omzet- en winststijging in 2021 en 2022, maar dat is naar onze mening volkomen terecht. Besi blijft dan ook onveranderd een van de topparticipaties in onze portefeuille.

#### ASM International – sterk begin en op weg naar record 1H2020

Bedragen in € miljoen	Q1 2020	Q1 2019	%-verandering
Netto omzet	325,1	248,8	+31
Bedrijfsresultaat	78,1	47,0	+66
<i>Bruto winstmarge</i>	44,5%	41,3%	
Nettowinst	74,1	49,4	+50
Orderintake	333,5	235,0	+42
Winst per aandeel (€)	1,52	1,00	+52

ASM International, prominent aanbieder van machines voor het front-end segment van de halfgeleiderindustrie, rapporteerde goede cijfers over het eerste kwartaal van 2020. Dit tegen de achtergrond van het oprukkende covid-19 virus waardoor de onderneming werd geconfronteerd met uitdagingen op het gebied van *supply chain* en logistiek. De omzet bleef met € 325 miljoen slechts licht achter (6%) bij het sterke Q4 2019-cijfer, maar kwam uit aan de bovenkant van de eerder gecommuniceerde bandbreedte van € 310 – 330 miljoen en lag 31% boven het niveau van de vergelijkbare periode in 2019. De omzet steeg met name door een onverminderd sterke vraag vanuit het *logic/foundry* segment.

Ondanks de moeilijke marktomstandigheden behaalde ASMI in Q1 2020 de hoogste brutomarge (44,5%) van de afgelopen 13 kwartalen en de hoogste EBIT-marge (24,0%) in haar bestaan. Met name de bijdrage van Chinese klanten nam toe.

De orderintake lag met € 334 miljoen boven de eerder gecommuniceerde bandbreedte van € 310 - 330 miljoen. De netto kaspositie verbeterde verder en bedroeg bijna € 530 miljoen per ultimo maart.

ASMI voorspelt voor Q2 2020 een omzet, gecorrigeerd voor valutawijzigingen, van € 300 - 350 miljoen. De gepresenteerde range is ruimer dan gebruikelijk en weerspiegelt de toegenomen onzekerheid in de bedrijfstak vanwege de covid-19 crisis, met name voor wat betreft *supply chain*, reisrestricties en logistiek.

De orderintake zou in Q2 2020 naar het inzicht van het management op een niveau van € 280 - 310 miljoen moeten uitkomen. Het is volgens scheidend CEO Chuck del Prado erg moeilijk om onder de huidige omstandigheden een prognose voor geheel 2020 te geven, maar ASMI gaat H2 2020 in elk geval van start met een goed gevuld orderboek.

Ondanks het covid-19 virus zullen de investeringen in de technologietransitie naar steeds kleinere chips onverminderd doorgaan.

Vooralsnog gaan wij ervan uit dat covid-19 een beperkt effect heeft op de resultaten van ASMI. Er zal waarschijnlijk omzet verplaatst gaan worden van Q2 naar Q3 vanwege vertragingen in de *supply chain*. ASMI behaalt haar omzet voor een groot deel met machines die bestemd zijn voor de nieuwe generatie chips. De productieplanning hiervan wordt minder beïnvloed door korte termijn economische gebeurtenissen. Daarnaast bevindt de productieketen voor halfgeleiders zich voor een groot deel in Azië waar de covid-19 uitbraak tot nu toe effectief is bestreden en waar de fabrieken inmiddels weer op nagenoeg volle capaciteit draaien.

Op maandag 18 mei a.s. houdt ASMI de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Op deze vergadering zal Benjamin Loh worden voorgedragen als lid van de Raad van Bestuur en beoogd opvolger van Chuck del Prado als CEO. Het slotdividend zal € 2,00 per aandeel bedragen, terwijl voorts 1,5 miljoen in *treasury* gehouden aandelen zullen

worden ingetrokken. ASMI heeft weliswaar een aandeleninkoopprogramma ter waarde van € 100 miljoen voor boekjaar 2020 aangekondigd, maar heeft met de uitvoering ervan nog geen begin gemaakt.

Voor 2020 handhaven wij onze prognose van een winst per aandeel van circa € 6,00, waarbij een herstel van de resultaten van 25%-deelneming ASM PT in H2 2020 een extra impuls kan geven. Tegen de huidige beurskoers van € 105,- wordt 17,5x de verwachte winst 2020 voor de aandelen ASMI betaald en bedraagt het reguliere dividendrendement 1,9%. De som-der-delen bedraagt op dit moment circa € 120,- per aandeel.

#### **Nedap** – sterke trading update Q1 2020

De omzet van technologiebedrijf Nedap is in het eerste kwartaal van 2020 met 9% gegroeid ten opzichte van de overeenkomstige periode in 2019. De marktgroepen Healthcare, Livestock Management en Retail realiseerden een groei van de omzet. Bij de marktgroep Security Management bleef de omzet stabiel. De marktgroepen Identification Systems en Light Controls zagen hun omzet dalen ten opzichte van een goed eerste kwartaal 2019. Bij de kleine marktgroep Staffing Solutions daalde de omzet in lijn met de verslechterde marktomstandigheden in de uitzendbranche. Hoewel het jaar 2020 voor Nedap goed van start is gegaan, beginnen de gevolgen van covid-19 binnen de onderneming steeds merkbaarder te worden. Op basis van recente inzichten verwacht het management dat de omzet bij de marktgroep Retail, in het bijzonder bij fashion-retailers, in belangrijke mate zal worden geraakt. Bij de marktgroep Staffing Solutions neemt, met uitzondering van een beperkt aantal bedrijfstakken zoals supermarkten en distributie, het aantal gewerkte door uitzendkrachten scherp af. Dit leidt tot omzetzakking bij de marktgroep.

De omzetontwikkeling van de marktgroepen Identification Systems, Light Controls en Security Management hangt samen met de omstandigheden in de bouw- en installatiesector. Hoewel ontwikkelingen in deze sector per land verschillen, wordt ook voor deze marktgroepen een geleidelijke verslechtering van de marktcondities voorzien met een daling van de omzet in 2020 tot gevolg.

Vooralsnog blijven de marktomstandigheden voor de marktgroep Livestock Management goed. Wel wordt in een toenemend aantal landen het steeds lastiger om projecten te installeren. Dit zal een dempend effect hebben op de omzetontwikkeling. Ook de marktgroep Healthcare heeft te maken met snel veranderende prioriteiten in de zorgmarkt. Dit heeft mede tot gevolg dat een aantal implementatietrajecten vertraging oploopt hetgeen zal resulteren in omzetzakking.

Nedap onthoudt zich gezien de onzekere marktomstandigheden van een omzetverwachting voor boekjaar 2020. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders is uitgesteld van 9 april naar donderdag 25 juni a.s. Het eerder voorgestelde dividendvoorstel van € 4,50 per aandeel, is ingetrokken. Wanneer gedurende het jaar meer zicht is op de ontwikkelingen van de onderneming en indien de financiële resultaten dit toelaten, wordt een interim-dividend overwogen.

Wij hebben het voorgaande vertaald in een aanpassing van onze prognose voor 2020, waarbij wij uitgaan van een eenmalige winstdaling van circa 20%. Omdat de schuldenvrije onderneming uitstekend is gepositioneerd voor hernieuwde omzet- en winstgroei vanaf 2021, zien wij geen aanleiding om onze lange termijnvisie van Nedap te wijzigen.

Tegen de huidige beurskoers van € 35,- wordt circa 20x de verwachte lagere winst 2020 voor de aandelen Nedap betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 80% bedraagt het dividendrendement in dit scenario 4%.

#### **TKH Group** – solide trading Update Q1 2020

Technologiebedrijf TKH Group meldde een autonome omzetzakking van 1,9% over het eerste kwartaal 2020 door een daling binnen Industrial Solutions. Daartegenover steeg de omzet binnen Telecom Solutions en in het bijzonder binnen Building Solutions. De EBITA lag in Q1 2020 op een nagenoeg gelijk niveau als in het eerste kwartaal van 2019.

De daling binnen Industrial Solutions en in beperkte mate Telecom Solutions werd gecompenseerd door een stijging binnen Building Solutions. In de drie business-segmenten is ondanks de covid-19-situatie het orderboek per 31 maart 2020 toegenomen ten opzichte van ultimo 2019. De net debt/EBITDA-ratio bedraagt 1,6 per 31 maart 2020, waarmee TKH ruim binnen de met de banken overeengekomen financiële ratio opereert.

De belangrijkste ontwikkelingen per segment:

- **Telecom Solutions:** Ondanks de belemmeringen in de supply chain vanuit China realiseerde Fibre Optics Networks een lichte groei. De glasvezelproductie in China is sinds eind februari weer volledig operationeel. Met name in Frankrijk heeft de *lock-down* sinds half maart geleid tot vertraging in de uitrol van glasvezelprojecten. De omzet voor de indoor communicatienetwerken nam toe.
- **Building Solutions:** In *Care* daalde de omzet licht, hoewel er momenteel een toegenomen vraag naar communicatietechnologie voor zorgalarmering en ouderenzorg zichtbaar is. De installatiemogelijkheden in zorginstellingen zijn echter momenteel beperkt. In *Marine & Offshore* steeg zowel de omzet als de orderportefeuille. In Q1 2020 werd de opdracht voor het connectivity systeem voor Offshore Windpark Kaskasi ontvangen en er zijn goede vooruitzichten voor nieuwe opdrachten voor offshore windprojecten. Naar verwachting zullen deze leiden tot aanvullende bezetting van de subsea-connectivity-fabriek in H2 2020 en FY 2021. In *Tunnel & Infra* steeg de omzet ten opzichte van Q1 2019. Hoewel de CEDD/Airfield Ground Lighting (AGL)-technologie nog steeds goed gepositioneerd staat voor opdrachten is de verwachting dat de groei zal vertragen vanwege covid-19 en de daarmee samenhangende investeringsbeperkingen die aan de orde zijn op vliegvelden vanwege de enorme vraaguitval. De vraag naar energiekabelsystemen voor energienetwerken is verder toegenomen en had een belangrijke bijdrage aan de groei. In Noord-Amerika, de belangrijkste markt voor TKH binnen *Parking*, is er een belangrijk negatief effect op de omzet doordat projecten zijn stilgelegd (luchthavens en winkelcentra) vanwege de effecten van covid-19. TKH anticipeert in het parkingsegment op een lager investeringsniveau in de komende kwartalen en brengt de operationele kosten fors omlaag. Tegelijkertijd worden de R&D-programma's wel doorgezet. In *Machine Vision* was er in Q1 2020 een duidelijke groei ten opzichte van dezelfde periode in 2019, voornamelijk binnen het 3D-vision-segment. In China heeft de vraag zich inmiddels redelijk hersteld na de covid-19 beperkingen. Vooral de vraag naar visietechnologie voor nieuwe applicaties in de consumentenelektronica steeg. In de *Bouw & Constructiemarkt* zijn er beperkingen in de uitvoering van projecten die naar verwachting in de komende maanden nog zullen voortduren. Dit heeft een impact op de omzet.
- **Industrial Solutions:** In *Tyre Building* daalde de omzet in lijn met de verwachting. De oplevering van sommige projecten wordt vanwege covid-19 uitgesteld vanwege *lockdown*-situaties bij enkele klanten. Het orderboek is het afgelopen kwartaal gestegen, ondersteund door een goede orderintake. Binnen de industriële sector wordt de omzet gedrukt door terughoudendheid voor investeringen bij met name machinebouwers en in de robotindustrie. Dit heeft een negatief effect op de *Industrial Connectivity* activiteiten.

Gezien het gebrek aan inzicht in de duur van de huidige situatie geeft de Raad van Bestuur momenteel geen prognose voor omzet en resultaten in het lopende boekjaar. Zoals bij TKH gebruikelijk, zal bij de presentatie van de halfjaarcijfers op 11 augustus a.s. een meer specifieke indicatie worden gegeven over de winstverwachting voor geheel 2020, onder voorbehoud van onvoorziene omstandigheden. Het management benadrukt echter dat TKH optimaal is gepositioneerd om haar klanten van dienst te zijn en dat de organisatie de wendbaarheid heeft om in te kunnen spelen op veranderende marktomstandigheden. De solide financiële positie en het goed gevulde orderboek geven een goede uitgangspositie en bieden voldoende ruimte om weerstand te bieden aan de huidige onzekere periode.

Wij zijn van mening dat de strategische en financiële uitgangspositie van TKH Group zodanig sterk is, dat zodra de periode van gedwongen *lockdown* van veel bedrijfstakken voorbij is, omzet en resultaat weer kunnen terugkeren naar het niveau van 2019. Tegen de huidige beurskoers van € 32,- wordt alsdan slechts 11,8x de winst voor de aandelen TKH betaald en bedraagt het dividendrendement 4,7%.

**Neways Electronics International – lichte omzetzdaling in eerste kwartaal 2020**

Bedragen in € miljoen	Q1 2020	Q1 2019	% change
Omzet	127,2	132,9	-4,3
Orderintake	118,6	201,1	-41
Book-to-bill ratio	0,93	1,51	

Neways Electronics International, de vierde grootste speler op de Europese Electronic Manufacturing Services (EMS) markt, rapporteerde de cijfers over het eerste kwartaal 2020. In deze periode daalde de netto omzet met ruim 4%, met name door de teruggelopen vraag vanuit automotive waar diverse OEMs tijdelijke sluitingen van hun productiefaciliteiten aangekondigd of al geëffectueerd hebben.

De book-to-bill was in het eerste kwartaal 0,93, eveneens als gevolg van de vraagafname in automotive. In de sectoren halfgeleider en medisch lagen de orderniveaus op peil, in industrieel was sprake van lichte daling.

Het orderboek staat op € 282,7 miljoen, een daling van respectievelijk 24% ten opzichte van ultimo maart 2019 (€ 372,2 miljoen) en 3% ten opzichte van ultimo 2019 (€ 291,4 miljoen). Op basis van de lagere orderintake en de toegenomen volatiliteit in de markt als gevolg van covid-19 houdt Neways voor het eerste halfjaar 2020 rekening met een lagere omzet en een daling van de resultaten ten opzichte van H1 2019.

Hierop anticiperend heeft Neways een pakket aan maatregelen genomen. Naast maatregelen om gezondheidsrisico's te beperken gaat het om het beperken van operationele uitgaven, het gebruik maken van overheidsfondsen en subsidies voor tijdelijke arbeidstijdverkorting, het maximaal reduceren van het investeringsprogramma, het intensiveren van contacten met klanten om de *supply chain* maximaal voor te bereiden en verstoringen in de keten zo goed mogelijk op te vangen, alsmede het stringenter monitoren van werkkapitaal en met name debiteuren en voorraden.

Voor Q2 2020 verwacht Neways een grotere impact op de bedrijfsvoering door vertragingen in de aanvoer van componenten en de tijdelijke sluiting van productielocaties van klanten, met name in de automotive sector. Daarnaast zijn in een aantal landen waar toeleveranciers zijn gevestigd, recent de grenzen gesloten waarbij het onduidelijk is wanneer deze weer open zullen gaan en/of er nog verdere beperkingen worden opgelegd. Alhoewel met een gezonde solvabiliteit en een goede toegang tot kredietlijnen Neways' financiële positie goed is, is er op dit moment onvoldoende duidelijkheid over hoe lang de huidige situatie kan duren en wat de mogelijke impact is op de klanten van Neways.

Om haar gezonde positie te borgen legt Neways de nadruk voor de komende periode op *cash management* en het maximaliseren van de kasruimte. In dit kader werd eerder besloten het dividendvoorstel over 2019 van € 0,28 per aandeel in te trekken.

Er was in de verslagmaand ook goed nieuws. Neways meldde een miljoenenorder te hebben binnengehaald voor elektronica voor de grootste radiotelescoop ter wereld. De telescoop moet nieuw baanbrekend astronomisch onderzoek mogelijk maken. Neways gaat 328 complexe printplaten leveren die de radiotelescoop geschikt maken om meer en sneller data te verwerken. Opdrachtgever is Stichting Astron, het Nederlands Instituut voor Radioastronomie. De Europese aanbesteding van de zogenaamde UniBoard2 printplaat is gegund aan de vestiging van Neways in Leeuwarden. Neways voerde eerder al analyses voor het ontwerp uit en mag de complexe printplaten nu produceren en testen. De totale orderwaarde is € 3 miljoen, het werk gaat in juli van dit jaar van start.

Het lijkt echter evident dat de onderneming in Q2 en Q3 2020 met omzetzdaling en capaciteitsonderbezetting zal worden geconfronteerd. Derhalve taxeren wij tentatief een 75% lager resultaat voor het lopende boekjaar.

Zodra de externe omstandigheden weer zijn genormaliseerd, lijkt Neways goed in staat te zijn om een winst per aandeel van € 1,25 - € 1,50 te realiseren. Tegen de huidige beurskoers van € 6,20 noteren de aandelen alsdan circa 4,5x de getaxeerde winst en 30% beneden de zichtbare intrinsieke waarde van € 8,83 per aandeel.

## Aalberts – Q1 trading statement

Industrieel toeleverancier Aalberts meldde in een summier persbericht op 2 april dat de groep in Q1 2020 in beperkte mate hinder heeft ondervonden van de gevolgen van covid-19. Ondanks de uitdagende marktomstandigheden wist Aalberts de fabrieken in Europa en Noord-Amerika volledig te laten functioneren, terwijl de locaties in Azië/Pacific na een korte onderbreking ook weer operationeel zijn. Slechts in Italië en Frankrijk moesten enkele productielocaties tijdelijk worden gesloten vanwege *lockdown*-instructies van de lokale overheden. Hierdoor werden de uitleveringen aan klanten in deze landen verkleind en vertraagd. Vanwege hun status als *mission-critical* technologie-onderneming kregen enkele productiecentra van Aalberts ontheffing van lokale *lockdown*-instructies.

Zo werd in Duitsland de capaciteit uitgebreid van ventielen voor medische zuurstofregulators voor beademingsapparatuur. Het Aalberts-management stelt dat de grote diversiteit van niche technologieën, de toonaangevende marktposities, de wereldwijde aanwezigheid, het sterke lokale ondernemerschap en een bedrijfscultuur om snel beslissingen te nemen, de groepsmaatschappijen helpen om door de huidige crisis te komen. Daarbij stelt zij wel vast dat Aalberts, net als leveranciers en klanten, momenteel afhankelijk is van maatregelen van overheden om de uitbraak van covid-19 te beteugelen. Teneinde de impact van deze maatregelen zoveel mogelijk te beperken en anticiperend op de uitdagende marktomstandigheden in de komende periode heeft Aalberts de volgende actiepunten benoemd:

- Het terugbrengen van de investeringen tot het noodzakelijke minimum;
- Het aanpassen van het activiteitsniveau en uitleveringen aan de prognoses van eindafnemers;
- Het initiëren van aanvullende kostenbesparingen;
- Het gebruikmaken van aangekondigde ondersteuningsprogramma's van de overheid;
- Het versnellen van de uitvoering van de eerder aangekondigde structurele verbetering-programma's;
- Het verlagen van de salarissen van Management Board en Executive Team met 20% voor de komende drie maanden met ingang van 1 april.

Het management spreekt tenslotte de verwachting uit dat Aalberts door bovenstaande maatregelen uiteindelijk sterker en beter uit de crisis tevoorschijn zal komen.

De onderneming heeft zich nog niet in concrete zin geuit over de implicaties van covid-19 op omzet en nettowinst in het lopende boekjaar. Wij vermoeden dat dit op de aanstaande Algemene Vergadering van Aandeelhouders van 25 juni zeker aan de orde zal komen. Wij houden rekening met een substantieel lagere omzet en resultaat in 2020, maar benadrukken dat deze daling naar alle waarschijnlijkheid zal worden gevolgd door een krachtig herstel in 2021.

Wij menen dat Aalberts in staat moet zijn om volgend jaar weer een resultaat in de orde van grootte van dat van 2019 te realiseren, te weten € 2,42 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 24,- wordt alsdan 9,9x de getaxeerde winst voor de aandelen Aalberts betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,3%.

## Acomo – goede start 2020

Amsterdam Commodities (Acomo), handelsonderneming in specerijen, noten, eetbare zaden, thee en voedingsingrediënten, meldde op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een goede start van boekjaar 2020. De coronacrisis heeft de vraag naar de producten van Acomo volgens Group Managing Director Allard Goldschmeding tot op heden niet materieel beïnvloed. De lagere vraag uit het Food Services-kanaal wordt gecompenseerd door een hogere vraag vanuit supermarkten. Nochtans is Acomo niet immuun voor de gevolgen van de crisis. De handelsteams werken vanuit huis, wat vooralsnog geen negatieve invloed met zich meebrengt.

Daarentegen is de impact op de productie en logistiek problematischer vanwege de *lockdowns* die spanning in de *supply chain* teweegbrengen.

De resultaten over 2019 werden gedrukt door een bedrag van € 1,1 miljoen voor strategische ontwikkelingskosten. Deze hadden betrekking op een potentiële acquisitiekandidaat. Helaas kon deze substantiële overname in het laatste onderhandelingsstadium geen doorgang vinden. Het Acomo-management hanteert vanouds strikte criteria voor



acquisities. De onderneming blijft onverminderd op zoek naar interessante overnamekandidaten. Wellicht dat het uitdagende economische klimaat de kansen op een succesvolle acquisitie doet toenemen.

Wij menen dat de coronaviruspandemie per saldo een beperkt negatieve invloed op de omzet en resultaten van Acomo zal hebben. Bij een afnemende eindvraag van consumenten kan zich in de resultaten een positief effect voordoen door grotere fluctuaties in de prijzen van soft commodities.

Wij taxeren tentatief een winst per aandeel 2020 van € 1,25 (2019: € 1,30). Tegen de huidige beurskoers van € 18,50 wordt 14,8x de verwachte winst voor de aandelen Acomo betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 89% bedraagt het getaxeerde dividend alsdan € 1,11 per aandeel, hetgeen resulteert in een dividendrendement van 6,0%.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 mei 2020 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Flow Traders	16,1%
BE Semiconductors	16,0%
ASM International	14,7%
Hunter Douglas	11,4%
Nedap	9,1%
TKH Group	6,8%
Aalberts	5,2%
Neways Electronics International	5,1%
Sif Group	4,8%
Acomo	4,1%
Overige 3 participaties	6,5%
Liquiditeiten en overige	0,2%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

#### Vooruitzichten

De eerste schrikreactie van beleggers als gevolg van de wereldwijde uitbraak van covid-19 is inmiddels in de beurswaarderingen verwerkt. Het lijkt erop dat de financiële markten in de eerste week van mei neigen te stabiliseren. Nu volgt een periode van onzekerheid: hoe lang zal de periode van *lockdowns* in Europa en Noord-Amerika gaan duren en in hoeverre zullen economieën snel kunnen herstellen zodra de noodzakelijke maatregelen worden afgeschaald? Daarnaast is er het scenario van een tweede ronde van besmettingen in het najaar, wat door enkele virologen wordt voorspeld. Al met al een uitdagende beleggingsomgeving, waarin wij zo behoedzaam mogelijk te werk gaan.

Vanzelfsprekend houden wij de winst- en dividendtaxaties van de participaties in onze portefeuille continu langs de meetlat van de nieuwe realiteit. 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. Dit impliceert dat omzetten en bedrijfswinsten in het tweede tot en met het vierde kwartaal in sommige gevallen substantieel lager zullen uitkomen dan in de vergelijkbare periode van 2019.

Meer expliciet zal dit betekenen dat omzet/resultaat in Q2 2020 in enkele gevallen zelfs kunnen marginaliseren. De grotere en mindere gevoelige participaties in portefeuille goed voor een gezamenlijke portefeuille-weging van ruim 55%, bieden echter 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

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

herstel in de periode na covid-19. Daarbij zal ook een groter marktaandeel (vanwege uitgeschakelde/failliete concurrenten) een ondersteunende rol spelen.

Op basis van *base-case* winst- en dividendtaxaties noteert onze portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2020 van 10,0 en een gewogen dividendrendement 2020 van 6,8%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
Willem Burgers  
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 8 mei 2020