

MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2019

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt sloot lager in de maand augustus. De AEX-Index verloor 1,6% op 558,35, de Amsterdam Midkap Index daalde 1,1% naar 811,76 en de Amsterdam SmallCap Index leverde 2,5% in op 946,29.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in augustus met 4,2% van € 55,53 naar € 53,19. Over de eerste acht maanden van 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +22,6% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 2 september 2019 bedroeg € 96,0 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 95,5 miljoen was belegd in 13 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind augustus 0,5% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 september 2019 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 52,92
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 53,19
Fondsvermogen	€ 95.999.392
Aantal uitstaande aandelen	1.804.989

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	+22,57	+156,05
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	+18,22	+72,49
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	+26,50	+67,83
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	+10,40	+106,09

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/8/2019

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/8/2019)

Peildatum: 30/8/2019

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	ASM International	+64,7	+59,4	+45,9	+3,3
2.	BE Semiconductor Ind.	+43,6	+22,0	+32,7	-0,5
3.	Flow Traders	-2,9	-4,2	-3,2	+2,2
4.	Aalberts	-7,0	+5,8	+16,4	-5,8
5.	Nedap	-7,2	-3,2	-3,4	-7,4
6.	Acomo	-7,9	-7,6	-5,3	-3,8
7.	Hunter Douglas	-9,9	+2,3	+0,7	+0,7
8.	TKH Group	-13,7	+1,1	+4,0	-19,0
9.	Neways Electronics Int.	-15,8	-13,9	-13,2	-15,8
10.	Lucas Bols	-17,9	-10,0	-3,1	+4,5
11.	Brunel International	-18,9	-15,5	-21,8	-19,2
12.	Sif Group	-29,0	+23,9	+11,1	-5,1
13.	Kendrion	-46,9	-20,7	-7,0	-3,1

- 1) In augustus realiseerden 4 van de 13 participaties (= 31%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 2 van de 13 participaties (= 15%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Lucas Bols** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze *outperformance* was een technisch koersherstel volgend op een lange periode van koersdruk. Daarnaast stegen de beurskoersen van **Flow Traders** en **ASMI** tegen de stroom in;
- 3) **Brunel International**, **Neways Electronics International** en **TKH Group** waren de zwakst presterende participaties in augustus. De drie ondernemingen rapporteerden tegenvallende halfjaarcijfers, waarna de respectievelijke aandelenkoersen een *de-rating* ondergingen. Wij hebben er vertrouwen in dat deze scherpe koerscorrecties een tijdelijk fenomeen zijn: het middellange termijnperspectief is voor deze deelnemingen onveranderd positief.

Bedrijfsnieuws

Neways Electronics International – teleurstellend H1 2019 door tijdelijke margedruk

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	%-verandering
Omzet	264,5	247,0	+7
Brutomarge	101,6	96,6	+5
Bedrijfsresultaat	8,5	10,5	-19
<i>Operationele marge</i>	3,2%	4,3%	
Nettowinst	5,1	6,8	-25
Winst per aandeel (€)	0,42	0,57	-26
Orderportefeuille	342,6	300,8	+14

Neways Electronics International, de vierde grootste speler op de Europese Electronic Manufacturing Services (EMS-) markt, maakte teleurstellende halfjaarcijfers bekend. Weliswaar steeg de omzet behoorlijk door in H1 2019, deze groei was echter ook minder goed voorspelbaar. Dit bracht een tijdelijke onbalans in capaciteitsbezetting binnen de groep teweeg. Naast additionele kosten die samenhangen met het verhuizen van bepaalde producten binnen de groep, waren er investeringen in de aanloop voor nieuwe producten. De operationele marge daalde hierdoor van 4,3% in H1 2018

naar 3,2% in H1 2019. Chief Operating Officer (COO) Adrie van Bragt stelde in een toelichting op de resultaten dat een verbetering van de operationele processen en een gedisciplineerde kostenbeheersing de hoogste prioriteit houden. Verschillende genomen maatregelen hebben in de loop van H1 2019 al geleid tot verbeteringen in de efficiency, waaronder een relatieve verbetering van de voorraadpositie, waar na een lange periode van stijging de daling ten opzichte van ultimo 2018 voorzichtig heeft ingezet.

De onzekere economische omstandigheden en de geopolitieke spanningen zullen in H2 2019 naar verwachting een belangrijke rol spelen in een aantal van de markten waarin Neways actief is. Ondanks de grotere instabiliteit in de markt blijft Neways de lange termijn strategie uitvoeren: enerzijds de focus op de gekozen groeisectoren, met name de halfgeleiderindustrie, automotive (e-mobility) en industriële marktsegmenten, anderzijds zullen de ingezette kostenbesparende maatregelen verder worden geïmplementeerd om de terugval in de productiviteit te compenseren. Als de markt niet onvoorzien verslechtert, verwacht het management een hogere omzet te behalen over geheel 2019 en een hoger resultaat in H2 2019 in vergelijking met H1 2019.

Een positieve ontwikkeling is dat het orderboek van Neways blijft groeien, waarbij de sterke vraag in e-mobility een belangrijke factor is. Ook de gunstige gang van zaken bij de grootste klant ASML, in 2018 goed voor 20% van de Neways-omzet, geeft een behoorlijke impuls. De uitdaging voor Neways ligt de komende jaren in een structurele verbetering van de productiviteit en het elimineren van onderbezettingsverliezen. De zwakke performance in H1 2019 leidde tot een *de-rating* van het aandeel na een koersval van 17%. Indien de onderneming erin slaagt de prognose voor H2 2019 te realiseren, dan zou de winst per aandeel voor geheel 2019 rond de € 1,00 (2018: € 1,20) kunnen uitkomen. Tegen de huidige beurskoers van € 10,40 wordt dan iets meer dan 10x de getaxeerde winst voor de aandelen betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,8%.

TKH Group – teleurstellend H1 2019 en tijdelijke margedruk

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	753,2	728,0	+3
EBITA	77,6	85,1	-9
Nettowinst	45,9	55,0	-17
Return on Sales (ROS)	10,3%	11,7%	
Winst per aandeel (€)	1,09	1,31	-17

Technologiebedrijf TKH Group rapporteerde teleurstellende cijfers over H1 2019. Bij een omzettoename van 3,4% waarvan 0,1%-punt een autonoom karakter had, daalde de EBITA met 9% naar € 77,6 miljoen waarbij hogere kosten ter voorbereiding op verwachte groei in H2 2019 een drukkend effect sorteerden. De omzet werd gedrukt door een laag investeringsniveau bij producenten van consumentenelektronica in welk segment TKH-vertical Machine Vision relatief hoge marges realiseert. Daarnaast was er een kleiner aantal grote projecten in vergelijking met het sterke H1 2018. Tenslotte lag het kostenniveau hoger door integratiekosten die in het kader van het *Simplify & Accelerate*-programma werden doorgevoerd. Vorige maand maakte TKH Group bekend dat zij overeenstemming heeft bereikt met het Nederlandse private equity-bedrijf Torqx Capital Partners over de oprichting van een NewCo die de aandelen van een groot deel van de industriële connectivity-activiteiten van TKH zal overnemen. De omzet van deze activiteiten bedroeg in 2018 € 183,7 miljoen met een EBITA van € 15,4 miljoen en 606 FTE. De activiteiten zullen worden gedesinvesteerd voor een Enterprise Value van € 113 miljoen, terwijl TKH € 17 miljoen in NewCo zal investeren om een minderheidsbelang van 44% te verwerven.

NewCo zal worden aangestuurd door Torqx en het key-management van de werkmaatschappijen zal tevens participeren. De transactie is op 15 augustus jl. afgerond en zal resulteren in een eenmalige nettowinstbijdrage van tenminste € 30 miljoen. Het management is positief ten aanzien van de perspectieven voor H2 2019. Het orderboek per 30 juni 2019 stijgt autonoom met 13,0% ten opzichte van 31 december 2018 en biedt goed perspectief voor sterke groei van omzet en winst in het tweede halfjaar. Dat laat onverlet dat de verwachting van het management voor geheel 2019 achterbleef bij de consensus-verwachting in de markt. TKH verwacht een nettowinst uit voortgezette activiteiten voor amortisatie en eenmalige baten en lasten tussen € 106 en € 112 miljoen (2018: € 110,3 miljoen), hetgeen duidt op een

stabilisatie van het winstniveau op jaarbasis. Wij gingen eerder uit van een getaxeerde winst per aandeel van € 3,25, een toename van ruim 12% in vergelijking met 2018, maar verlagen deze prognose nu naar € 2,90.

Op basis van onze winsttaxatie voor 2019 wordt thans 15,4x de verwachte winst voor aandelen TKH Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,1%. Het perspectief op een aantrekkelijke groei in 2020 en verdere jaren blijft naar onze mening intact, maar tussentijdse schommelingen, zoals in H1 2019, kunnen het beeld van tijd tot tijd nadelig beïnvloeden.

SIF Group – herstel in H1 2019 en komende jaren

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	% change
Contributie	45,5	45,6	-0,2
EBITDA genormaliseerd	12,75	14,0	-9
Nettowinst	2,56	4,35	-41
Productie in Kiloton	94	81	+16
Winst per aandeel (€)	0,10	0,17	-41
<i>Orderboek – Kiloton</i>	2019	Na 2019	
<i>Gecontracteerd</i>	210	220	
<i>Exclusief onderhandeld</i>	0	80	

Sif Group, staalconstructies voor de offshore wind- en olie & gasindustrie, rapporteerde halfjaarcijfers die in lijn waren met de gemiddelde analistenverwachting. De contributie lag nagenoeg op hetzelfde peil als in H1 2018, terwijl de EBITDA met 9% daalde naar € 12,7 miljoen. Het werkkapitaal verbeterde verder van € 32,7 miljoen per medio 2018, via € 14,2 miljoen per ultimo 2018 naar - € 11,7 miljoen per medio 2019. De netto schuldpositie daalde van € 30,4 miljoen per ultimo 2018 naar € 14,9 miljoen per medio 2019.

Nu in H1 2019 de productie van het kortingsproject Borssele III & IV is afgerond, kan Sif in de resterende twee kwartalen van 2019 weer normale marges gaan halen. Om deze te realiseren heeft Sif voor het onderhanden Seamade-project een strak schema opgesteld, waarbij 24/7 wordt gewerkt en er tijdelijk extra coatingtenten zijn neergezet voor de afwerking van de dunwandige monopiles.

Het vorige maand aangekondigde Vineyard-project is voor onbepaalde tijd vertraagd, maar Sif heeft volgens CEO Fred van Beers voldoende mogelijkheden om deze vertraging op te kunnen vangen. Een scenario zoals in H2 2018 (tijdelijk geen capaciteitsbezetting) is niet aan de orde. Er kan worden geschoven met de gecontracteerde projecten en ook het St Nazaire-project (80 Kiloton in exclusieve onderhandeling) kan waarschijnlijk naar voren worden gehaald.

Sif meldde voorts dat overeenstemming is bereikt met Havenbedrijf Rotterdam over de verhuur van 20 hectare haventerrein en 200 meter *deep sea* kade op de Maasvlakte 2. Het nieuwe perceel grenst aan het haventerrein waar Sif reeds operationeel actief is met de assemblage van offshore funderingen voor windturbines op zee. Sif gaat het nieuw uit te geven terrein gebruiken voor klanten die actief zijn in de offshore windenergie. Het eerste project op de nieuwe locatie betreft de logistieke afhandeling van 94 monopiles voor het offshore windpark Borssele I & II in opdracht van de Belgische aannemer Deme Offshore. Deze zogenaamde 'Marshalling services' vormen een mooie toevoeging aan de dienstverlening van Sif met hoger dan gemiddelde marges. Er wordt een jaaromzet van meer dan € 10 miljoen voorzien.

Voor 2019 taxeren wij een EBITDA van € 40 miljoen en een winst per aandeel van € 0,65 (2018: € 0,12). Op termijn komt bij een jaarproductie van 250 kiloton en een bijdrage uit Marshalling services, een EBITDA van circa € 70 miljoen in beeld. Uitgaande van een genormaliseerde EBITDA-multiple van 7 en een schuldenvrije balans binnen twee jaar, correspondeert dit met een beurskoers van € 19,20 per aandeel.

De offshore windmarkt in Europa blijft de komende jaren groeien met een flink aantal projecten in het Verenigd Koninkrijk (tender in oktober van 400 monopiles), in Nederland en weldra ook in Frankrijk. Vanwege de strategisch zeer gunstig gelegen productielocatie aan de Maasvlakte 2 handhaaft Sif de Europese markt als topprioriteit. Mogelijk is er binnen afzienbare termijn uitbreiding naar Japan mogelijk via een joint-venture constructie, hetgeen een additionele contributie zou betekenen.

Tegen de huidige beurskoers van € 12,15 wordt thans 18,6x de verwachte winst voor het lopende boekjaar voor aandelen Sif Group betaald. Deze waardering achten wij bescheiden in het licht van de projectie van aanzienlijk hogere winsten (en dividenden) in de volgende boekjaren.

Kendrion – moeizame H1 2019 in lastige marktomstandigheden

Bedragen in € miljoen	Q2 2019	Q2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	109,0	119,0	-8	217,3	239,6	-9
EBITDA	12,7	17,4	-27	25,4	35,1	-28
<i>EBITDA-marge</i>	11,7%	14,6%		11,7%	14,6%	
Nettowinst	4,0	7,7	-48	8,3	15,8	-47
Return on Invested Capital				8,7%	14,4%	
Winst per aandeel (€)				0,62	1,18	-47

De halfjaarcijfers van Kendrion, wereldmarktleider in elektromagneten, reflecteerden de krimp in de automotive- en industriële markten in de eerste helft van 2019. De wereldwijde autoproduktie daalde in deze periode met 6,7% in vergelijking met H1 2018, waarbij met name de Chinese markt een teruggang liet zien van 13,5%.

Daarenboven verzwakten ook de industriële markten met als gevolg dat de omzet en resultaten van Kendrion behoorlijk werden geraakt. De Automotive-omzet viel in H1 2019 met 12% terug en de Industriële omzet daalde met 4%. Dientengevolge was er een forse druk op de resultaten, niettegenstaande het feit dat de onderneming de interne organisatie verder heeft vereenvoudigd en gestroomlijnd. Toch houdt CEO Joep van Beurden onverkort vast aan de vorig jaar uitgestippelde strategie, waarbij het accent ligt op drie gebieden:

- **Automotive:** meer specifiek in de ontwikkeling van producten die zich richten op Autonom, Conected, Elektrisch en Shared rijden, de zogenaamde ACES. Kendrion werkt aan zes zogenaamde *Lighthouse Projects*, waaronder innovatieve producten vallen zoals een *sensor cleaning valve and control system*, *AVAS Sound Systems* en een *Battery Cooling Valve and Control System*;
- **Permanente magnetische remmen voor robots.** Inmiddels wordt de volgende fase van de Chinese capaciteitsuitbreiding volgens plan uitgevoerd;
- **Chinese expansie.** Ondanks de tragere economische groei, lag de omzet in bovengenoemde Chinese fabriek ruim 20% hoger dan in H1 2018.

Van Beurden houdt mede gezien deze progressie vast aan de eerder geformuleerde doelstellingen: een Return on Invested Capital (ROIC) van tenminste 20% en een EBITDA-marge van meer dan 15%, te bereiken per eind 2023. Indien de omzet van Kendrion zich vanaf de tweede helft van volgend jaar herstelt en vervolgens jaarlijks autonoom met 5% groeit, is een EBITDA van € 75 miljoen in 2023 een realistische aanname.

Om het vertrouwen in de strategie te ondersteunen kondigde Kendrion een aandeleninkoopprogramma van maximaal € 10 miljoen aan. Tegen de huidige beurskoers van € 16,40 kan hiermee ruim 5% van de uitstaande aandelen worden ingekocht. Op basis van bovenstaande aannames is Kendrion met een EV/EBITDA 2023 multiple van 3,3x momenteel “spotgoedkoop” gewaardeerd. Normaliter is een multiple waardering van 7x EV/EBITDA absoluut fair. Dit betekent een opwaarts koerspotentieel van ruim 100% exclusief dividenden.

Brunel International – winstdruk H1 2019 door eenmalig verlieslatend project

Bedragen in € miljoen	Q2 2019	Q2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	258,1	221,3	+17	524,2	435,1	+20
Brutowinst	47,0	48,7	-3	106,1	98,7	+8
<i>Brutomarge</i>	18,2%	22,0%		20,2%	22,7%	
EBIT	-0,5	4,1		11,6	11,3	+3
<i>EBIT-marge</i>	-0,2%	1,8%		2,2%	2,6%	
Nettowinst				5,08	5,01	+1

Detacheerder Brunel International rapporteerde teleurstellende cijfers over Q2 2019. Weliswaar steeg de omzet met 17% naar € 258 miljoen, de EBIT daalde van € 4,1 miljoen in Q2 2018 naar -€ 0,5 miljoen in Q2 2019. Een onvoorzien boekverlies van € 5,5 miljoen op een project van Brunel Industry Services (BIS) in de Verenigde Staten duwde de onderneming in het tweede kwartaal 2019 zelfs in een operationeel verlies. Dit verlies op een opdracht van \$ 12 miljoen betrof een nieuwe activiteit van Brunel International, waarvoor echter onvoldoende kennis en kwaliteit in de organisatie aanwezig was. Er is inmiddels nieuw management bij BIS aangesteld, terwijl het risico-aannamebeleid van deze organisatie is aangepast. Los van dit projectverlies hadden de resultaten een gemengd karakter.

De Duitse organisatie (inclusief Zwitserland, Oostenrijk en Tsjechië) ligt goed op stoom en boekte op halfjaarbasis een 10% hogere omzet van € 143 miljoen en een 24% hogere EBIT van € 12,8 miljoen. Tegen het einde van Q2 werd enige aarzeling in de conjunctuurgevoelige Automotive-sector bespeurd, maar deze werd gecompenseerd door een goede orderontvangst in onder andere machinebouw en *embedded software*.

In Nederland wordt Brunel geconfronteerd met de gevolgen van de krappe arbeidsmarkt, waarbij eindklanten de specialisten van Brunel ook nog eens zelf in dienst nemen. Dientengevolge daalde de omzet op halfjaarbasis met 4% naar € 106 miljoen, terwijl de EBIT met 18% daalde van € 5,3 miljoen naar € 4,4 miljoen.

In de Energie-gerelateerde divisies draaide Middle East & India uitstekend met een 41% hogere halfjaaromzet van € 56 miljoen en een 51% hogere EBIT van € 5,2 miljoen (H1 2018: € 3,4 miljoen). Brunel weet zijn expertise en kantorennetwerk hier prima te gelde te maken. Het management is ook positief ten aanzien van de perspectieven op verdere groei in de komende jaren. Volgens CEO Jilko Andringa moet Brunel International in staat zijn om de recordwinst van 2013 van € 1,02 per aandeel niet alleen te evenaren, maar ook te overtreffen. Met name de omzet is anno 2019 beter gespreid over een groter aantal opdrachtgevers, terwijl de cyclus van opdrachten in de olie- en gassector, waar Brunel wereldwijd marktleider is, een duidelijk opgaande tendens vertoont.

Tegen de huidige beurskoers van € 10,40 wordt respectievelijk 21x en 14x de getaxeerde winst 2019 en 2020 voor de aandelen Brunel International betaald. Deze relatief hoge waardering is alleen houdbaar indien er in de volgende komende boekjaren een voortgaande sterke winststijging kan worden gerealiseerd. Dit is in principe alleszins mogelijk gezien de aanwezige hoge leverage van het verdienmodel in de olie- en gassector. Echter, Brunel International heeft in het verleden helaas meermaals aangetoond op beslissende momenten met onverwachte tegenvallers uit de hoek te komen. Dit matige track record heeft geleid tot een *underperformance* van de aandelen.

Het is aan het management om deze ongunstige ontwikkeling ten goede te doen keren. Volgend jaar wordt naar verwachting een eerste Capital Markets Day georganiseerd, alwaar het management een eerste poging kan doen om het geschonden beleggersvertrouwen weer op te vijzelen. Vooralsnog houden wij onze relatief kleine positie in Brunel International (weging: 3%) aan.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 2 september 2019 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	15,1%
Hunter Douglas	14,2%
Flow Traders	12,7%
BE Semiconductor Industries	12,3%
Nedap	9,6%
Neways Electronics International	7,3%
TKH Group	6,8%
Aalberts	5,0%
SIF Group	5,0%
Kendrion	4,4%
Overige 3 participaties	7,1%
Liquiditeiten en overige	0,5%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De maand september startte met per saldo hogere beurskoersen waarbij de beursomzetten overigens zeer bescheiden bleven. Dat heeft alles van doen met de zwakke economische indicatoren in West-Europa: de Duitse economie lijkt geleidelijk weg te zakken in een tijdelijke technische recessie, terwijl de politieke impasse in het Verenigd Koninkrijk eveneens zijn sporen begint na te laten. Daartegenover staan de onveranderd neerwaarts tenderende rentetarieven. Van de ECB wordt op 12 september een renteverlaging en een nieuw programma van monetaire stimulering verwacht. Tegen deze achtergrond is de relatieve aantrekkelijkheid van goed gefinancierde, gepositioneerde en renderende ondernemingen momenteel groot, terwijl bij beleggers ruim beschikbare liquiditeiten voorhanden zijn.

Voor geheel 2019 voorzien wij voor onze portefeuille een gewogen winstgroei van circa 5%, waarbij wij conservatieve aannames hanteren. Begin september noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 16,4x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,1%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
 Willem Burgers
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 6 september 2019

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen