

## MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2020

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt zag in de maand augustus de beurskoersen verder stijgen. Small- en midcaps presteerden uitzonderlijk goed. De AEX-Index steeg 1,2% naar 549,20, de Amsterdam Midcap Index klom 6,1% naar 803,75 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 15,3% toe op 939,42. De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in augustus met 7,1% van € 52,90 naar € 56,66. Over de eerste acht maanden van 2020 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +1,4% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 september 2020 bedroeg € 98,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 97,3 miljoen was belegd in 12 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind augustus 1,6% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 56,37
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 56,66
Fondsvermogen	€ 98.865.973
Aantal uitstaande aandelen	1.744.964

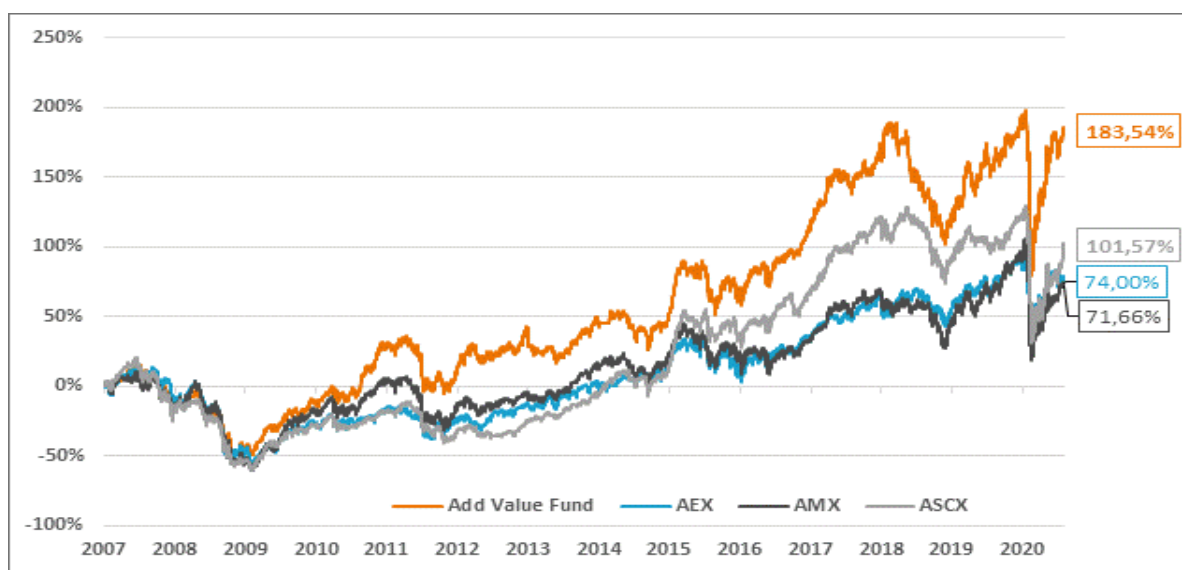
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+1,36	+183,54
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	-7,34	+74,00
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	-9,71	+71,66
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	-7,88	+101,57

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/8/2020

### 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: 31/8/2020

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	67,4%	21,9%	20,6%	-1,4%
2. BE Semiconductor Ind.	49,2%	14,1%	16,7%	7,0%
3. Flow Traders	35,1%	52,2%	4,7%	5,8%
4. Sif Group	14,0%	4,3%	35,1%	26,9%
5. Acomo	3,3%	-3,3%	0,4%	0,8%
6. Nedap	-1,8%	-6,8%	25,4%	6,0%
7. Aalberts	-7,9%	-6,3%	28,4%	4,8%
8. Basic Fit	-17,3%	-22,2%	3,5%	8,0%
9. Kendrion	-21,5%	-26,8%	29,2%	14,1%
10. TKH Group	-24,6%	-19,8%	3,5%	-1,1%
11. Neways Electronics Int.	-24,7%	7,7%	15,1%	17,6%
12. Hunter Douglas	-27,0%	-16,2%	4,2%	-2,0%

- 1) In augustus realiseerden 9 van de 12 participaties (= 75%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 5 van de 12 participaties (= 42%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **Sif Group**, **Neways** en **Kendrion** het best in de portefeuille. Alle drie ondernemingen maken deel uit van de Amsterdam Smallcap Index. In de verslagmaand was dit segment van de markt uiterst gewild bij beleggers, nu de economie zich geleidelijk lijkt te herstellen van de *lockdown* van april en mei;
- 3) **Hunter Douglas** was de zwakst presterende participatie in augustus. De onderneming rapporteerde licht tegenvallende tweede kwartaalcijfers, die echter werden gedeflatteerd door een reorganisatievoorziening. De middellange termijnvooruitzichten voor Hunter Douglas blijven naar ons inzicht uitstekend.

### Bedrijfsnieuws

#### Flow Traders – record halfjaarcijfers

Bedragen in € miljoen	Q2 2020	Q1 2020	% change	H1 2020	H1 2019	% change
Net Trading Income	229,9	495,0	-54	724,8	117,0	+519
- EMEA	109,3	304,9	-64	414,2	69,6	+495
- Americas	96,7	149,0	-35	245,7	32,6	+654
- APAC	23,9	41,0	-42	64,9	14,8	+339
EBITDA	140,6	323,7	-57	464,3	47,7	+873
Nettowinst	113,0	262,3	-57	375,3	33,0	+1037
Winst per aandeel (€)	2,51	5,71	-56	8,25	0,71	+1062

ETP-liquidity provider Flow Traders rapporteerde sterke cijfers over Q2 2020. Na het extreem volatiele eerste kwartaal van 2020 tenderde het tweede kwartaal naar een meer genormaliseerd marktbeeld. Daarmee lagen handelsvolumes en koersvolatiliteit nog wel belangrijk hoger dan in dezelfde periode een jaar eerder, waardoor Flow Traders in staat was in alle regio's en handelsplatforms sterke resultaten te realiseren. Daarenboven was er in Q2 2020 een verhoogde handelsactiviteit in commodity- en high yield ETFs.

De goede resultaten vormen een weerspiegeling van de investeringen die het management de achterliggende jaren heeft gedaan in IT en de interne organisatie, met name in de Verenigde Staten, het vastrentende segment en in *spot metal trading*. Flow Traders wist de afgelopen periode weer meer nieuwe tegenpartijen aan te sluiten op haar platform, hetgeen bijdroeg aan een vergroting van het marktaandeel.

CEO Dennis Dijkstra benadrukte in een toelichting op de cijfers dat Flow Traders dankzij een strakke interne aansturing de gevolgen van covid-19 goed het hoofd heeft kunnen bieden en dat voortgang is bereikt bij de uitvoering van het

strategische plan dat beoogt het wereldwijde marktaandeel op de ETP-markt te vergroten en de *coverage* van de vastrentende-, valuta- en cryptomarkten uit te breiden. Daarbij werd onverkort vastgehouden aan een strikte kostendiscipline. Mede hierdoor was Flow Traders in staat een interim dividend van € 4,00 (2019: € 0,35) uit te keren. Wij handhaven onze winsttaxatie voor geheel 2020 op circa € 10,00 (2019: € 1,15).

Tegen de huidige beurskoers van € 34,- noteren de aandelen Flow Traders 3,4x de getaxeerde winst en een bijbehorend dividendrendement van 20,6%, uitgaande van een pay-out ratio van 70%.

Ofschoon de zeer hoge winsten van het extreem levendige en volatiele beursjaar 2020 geen wederkerend karakter hebben, lijkt Flow Traders ook onder rustiger marktomstandigheden bij machte te zijn om een winst per aandeel in een bandbreedte van € 2,00 – 2,50 te realiseren. Zelfs dan is de huidige beurswaardering naar onze mening een flauwe afspiegeling van het aanwezige groei- en winstpotentieel. Wij handhaven Flow Traders dan ook in de bovenste regionen van de portefeuille.

#### Hunter Douglas – tegenvallende Q2 cijfers, zicht op herstel vanaf Q3

Bedragen in \$ miljoen	Q2 2020	Q2 2019	% change	H1 2020	H1 2019	% change
Netto omzet	688,2	989,7	-30	1.490,4	1.812,8	-18
EBITDA	76,4	148,6	-49	164,5	228,5	-28
<i>EBITDA-marge</i>	<i>11,1%</i>	<i>15,0%</i>		<i>10,4%</i>	<i>12,6%</i>	
Nettowinst	-10,1	89,1		28,5	125,1	-77
Winst per aandeel (€)	-0,26	2,26		0,74	3,17	-77

De tweede kwartaalcijfers 2020 van Hunter Douglas, wereldmarktleider in de productie en verkoop van raambekleding, toonden de zware impact van de covid-19 pandemie. Kon Q1 2020 nog worden afgesloten met een 2,5% lagere netto omzet en een 7,2% hoger netto resultaat, in Q2 2020 was de invloed onmiskenbaar met een omzetkrimp van 30% en een omslag in het resultaat van \$ 89 miljoen naar een verlies van \$ 10 miljoen.

Hierbij zij aangetekend dat in het resultaat van Q2 2020 een reorganisatielast van \$ 44,5 miljoen was begrepen (Q2 2019: bate van \$ 2,3 miljoen). Deze last had voornamelijk betrekking op de verplaatsing van assemblage-activiteiten van de Verenigde Staten naar Mexico. Nadere analyse wijst uit dat de voornaamste omzetzdaling in de maand april plaatsvond. In Noord-Amerika daalde de omzet in vergelijking met een jaar eerder met 60% en in Europa met 40%. In mei was het beeld nog steeds grimmig met een jaar-op-jaar omzetzdaling van 40% (Noord-Amerika) en van 30% in Europa. Daarentegen was in juni sprake van een uitbodeming, waarbij in Noord-Amerika de verkopen gelijk waren aan het niveau een jaar eerder en in Europa zelfs sprake was van een bescheiden plus. Deze tendens zette door in juli, waarbij CFO Leen Reijtenbagh opmerkte dat er sprake is van enig inhaaleffect aan de koopzijde, nu de meeste markten uit de *lockdown* zijn.

Aan de kostenkant heeft het management de tering naar de nering gezet. De verplaatsing van de assemblage-activiteiten van de Verenigde Staten naar Mexico heeft het aantal medewerkers met 2.500 doen afnemen.

De voor dit jaar voorgenomen investeringen worden verlaagd van \$ 100 miljoen naar \$ 85 miljoen, waarbij de afschrijvingen naar verwachting \$ 130 miljoen zullen bedragen, waar eerder werd uitgegaan van \$ 140 miljoen.

Voor geheel 2020 spreekt het management geen verwachting uit gezien de vele onzekerheden rond covid-19. Indien wij veronderstellen dat er geen tweede golf besmettingen zal komen, dan ligt een winst per aandeel van rond € 5,00 (exclusief reorganisatievoorziening) in de lijn der verwachting (2019: € 7,12). Daarbij speelt mee dat Q3 2020 vermoedelijk een licht hoger resultaat kan laten zien dan Q3 2019 gezien voornoemd inhaaleffect. Daarnaast is het aannemelijk dat ook Azië (4% van de omzet) een positieve bijdrage levert, omdat enkele grotere infrastructuurprojecten zullen worden uitgevoerd.

Tegen de huidige beurskoers van € 45,- wordt thans slechts 9x de getaxeerde *depressed* winst 2020 voor aandelen Hunter Douglas betaald. Indien de covid-19 crisis niet escaleert, dan zou volgend jaar met een behoorlijk verlaagde kostenbasis een winst per aandeel van € 7,- alleszins haalbaar moeten zijn. Wij handhaven Hunter Douglas daarom in de bovenste regionen van de portefeuille.

**TKH Group** – halfjaarcijfers in-line, tweede jaarhelft lager dan verwacht

Bedragen in € miljoen	H1 2020	H1 2019	%-verandering
Omzet	679,0	753,2	-10
EBITA voor eenmalige baten en lasten	69,0	77,6	-11
EBITA-marge	10,2%	10,3%	
Nettowinst	26,6	42,8	-38
Winst per aandeel (€)	0,63	1,02	-38
Return on Capital Employed	16,0%	18,7%	

Covid-19 heeft sinds de uitbraak een negatief effect op zowel de omzet als het resultaat van technologiebedrijf TKH Group. Zo hadden onder andere de *lockdowns* in Frankrijk, Italië en de Verenigde Staten in april en mei een forse impact. Vanaf juni zijn in deze landen door de versoepelde maatregelen de mogelijkheden voor uitleveringen weer op gang gekomen, maar deze liggen nog niet op het oude niveau. In China is het activiteitsniveau sinds maart hersteld en heeft covid-19 slechts een beperkte impact gehad.

Per saldo daalde de omzet in H1 2020 met 10% naar € 679 miljoen (H1 2019: € 753,2 miljoen). Autonoom daalde de omzet met 7,5%. Door lagere grondstofprijzen en valuta-effecten daalde de omzet met 0,4%. Acquisities zorgden voor een omzettoename van 2,9%. Door desinvesteringen daalde de omzet met 4,8%. In alle segmenten was sprake van een autonome omzetzijging, al was deze in Building Solutions gering.

De ontwikkeling van de zeven *growth verticals* van TKH was in de eerste helft van het jaar als volgt:

- 1) **Fibre Optic Networks:** In het eerste halfjaar had de *lockdown* in Europa, en met name in Frankrijk, een fors negatieve impact op de uitleveringen. Door de belemmeringen als gevolg van de *lockdown* kon de gestegen vraag naar bandbreedte in combinatie met de vraag vanuit 5G nog niet worden vertaald in een hogere orderintake. Daardoor lag de productie op een lager niveau waardoor ook een lagere dekking werd gerealiseerd. In China was sprake van prijsdruk voor glasvezel. Binnen TKH werd dit prijseffect ondervangen door een hoger aandeel van het complementaire connectivity-portfolio;
- 2) **Care:** Ondanks een toegenomen vraag naar TKH's communicatietechnologie voor zorgalarming en ouderenzorg, daalde de omzet doordat de installatiemogelijkheden in zorginstellingen beperkt waren als gevolg van covid-19. Na de succesvolle oplevering van de Indivion eind 2019, het hoogwaardige medicijn doseer- en distributiesysteem, is er een doorbraak voor grootschalige uitrol in de Indivion-technologie vanuit de Verenigde Staten;
- 3) **Marine & Offshore:** Door de in 2019 verworven opdrachten voor subsea-connectivity systemen steeg de omzet. Daarnaast werden met Offshore Windpark Kaskasi en Hollandse Kust Zuid nieuwe opdrachten verworven, waarmee de bezetting in de komende kwartalen zal toenemen. Daarnaast zijn er goede vooruitzichten voor nieuwe opdrachten voor offshore wind-projecten. De groei in subsea-connectivity systemen compenseerde ruimschoots de vraaguitval vanuit de stagnatie in de bouw van cruiseschepen;
- 4) **Tunnel & Infra:** Ondanks belemmeringen bij installateurs om werkzaamheden uit te voeren, bleef de omzet stabiel door de toegenomen investeringsbehoefte voor energienetwerken door netwerkbedrijven. Dit had een positief effect op de vraag naar energiekabelsystemen. Besloten werd de productiecapaciteit hiervoor verder uit te breiden en deze zal naar verwachting vanaf Q3 2021 in bedrijf worden genomen.  
De Airfield Ground Lighting (AGL/CEDD)-technologie had te maken met covid-19-effecten en de daarmee samenhangende investeringsbeperkingen die aan de orde zijn op vliegvelden vanwege de vraaguitval. Desalniettemin is de AGL-technologie nog steeds goed gepositioneerd voor opdrachten, wat recent werd bekrachtigd met een grote opdracht voor Istanbul Sabiha Gökçen Airport;
- 5) **Parking:** In Noord-Amerika, de belangrijkste markt voor TKH binnen Parking, was een behoorlijk negatief effect op de omzet te zien doordat projecten op en tenders voor luchthavens en in winkelcentra werden stilgelegd vanwege de effecten van covid-19. TKH heeft geanticipeerd op een lager investeringsniveau bij klanten door de operationele kosten fors omlaag te brengen;

- 6) **Machine Vision:** In het eerste halfjaar werd een sterke autonome groei gerealiseerd, ondanks belemmeringen door *lockdowns*. Vooral de vraag naar 3D-visietechnologie voor nieuwe applicaties in de consumentenelektronica-industrie steeg en had een belangrijke bijdrage aan de groei. Ook de in het voorgaande jaar getroffen maatregelen om kostenefficiëntie te realiseren door de integratie van de 2D-visieactiviteiten droegen dit jaar bij aan een hogere EBITA en ROS;
- 7) **Tire Building:** De omzet daalde doordat de oplevering van diverse projecten werd uitgesteld vanwege *lockdowns* bij klanten. De vraagtval bij bandenfabrikanten heeft geleid tot uitstel van investeringen en daarmee tot een lagere orderintake. De ontwikkeling van UNIXX (het nieuwe tire-building platform) vordert goed, maar de afronding van de oplevering werd wel vertraagd door de tijdelijke sluiting van de testlocatie bij de *launching customer*.

De huidige economische onzekerheid heeft een impact op de activiteiten van TKH en zal naar verwachting van het management in de tweede helft van 2020 nog voortduren. TKH is echter mede door haar solide financiële positie optimaal gepositioneerd om ook te kunnen profiteren van de kansen die verbonden zijn aan de vele ontwikkelde innovaties. Per saldo verwacht TKH, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, over geheel 2020 een nettowinst van voortgezette activiteiten, voor amortisatie en eenmalige baten en lasten, in een bandbreedte van € 63 – 69 miljoen. Deze prognose correspondeert met een winst per aandeel van € 1,50 – 1,60. Uitgaande van een economisch herstel in 2021 gepaard gaande met enige inhaalvraag, zou voor volgende jaar een taxatie van € 2,25 – 2,50 per aandeel alleszins haalbaar moeten zijn. Tegen de huidige beurskoers van € 34,- noteren de aandelen TKH Group alsdan aan 14,3x de verwachte winst en een bijbehorend dividendrendement van 3,5%.

**Sif-Group** – halfjaarcijfers conform verwachting, verbeterde *outlook* 2021 en verdere jaren

Bedragen in € miljoen	H1 2020	H1 2019	%-verandering
Contributie	45,7	45,5	+0,4
EBITDA	11,5	12,7	-9
Omzet	151,2	170,4	-11
Werkkapitaal	-64,5	-11,7	
Netto kaspositie	38,3	-14,9	
Orderboek per	28-8-2020	28-8-2019	
	300 kiloton	300 kiloton	

Sif-Group, producent en marktleider van monopiles voor de offshore wind- en olie- en gasindustrie, rapporteerde 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 opgeschaald waardoor de tender-activiteit verder toeneemt. Sif meldde tegelijkertijd met de



halfjaarcijfers de exclusieve onderhandeling voor een European 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 € 14,- wordt thans circa 12,7x de getaxeerde winst 2021 voor de aandelen Sif Group betaald.

#### **Neways Electronics International** – lastig en uitdagend halfjaar, licht herstel in tweede jaarhelft

Bedragen in € miljoen	H1 2020	H1 2019	%-verandering
Netto omzet	243,0	264,5	-8
EBITDA	9,1	15,6	-41
<i>EBITDA-marge</i>	3,7%	5,9%	
Genormaliseerd bedrijfsresultaat	2,2	8,9	-75
Nettowinst	0,8	5,1	-85
Winst per aandeel (€)	0,06	0,42	-86

Neways, actief op de internationale EMS (Electronic Manufacturing Services)-markt, ondervond in de eerste helft van 2020 een behoorlijke last van de covid-19 uitbraak. 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 daalde met 8% 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. Daarbij sluiten wij niet uit dat Stodel cs ervoor kiezen om over 2020 een eenmalige reorganisatielast te nemen, 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 potentieel van Neways Electronics International.

**Kendrion** – redelijk halfjaar ondanks moeilijke marktomstandigheden, klaar voor groei

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
EBITDA-marge	9,0%	10,2%		10,4%	11,0%	
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, rapporteerde beter dan verwachte cijfers over de eerste zes maanden van 2020. Nochtans was er een forse impact op omzet en resultaten vanwege covid-19, waar Kendrion, als voornaam leverancier aan de Automotive- en industriële sector, zware hinder van ondervond.

De omzet daalde in Q2 2020 met 22% naar € 85,1 miljoen (Q2 2019: € 109,0 miljoen). Exclusief de omzetbijdrage van het per december 2019 overgenomen INTORQ bedroeg de omzetzaling 34%.

De Automotive-omzet daalde in Q2 2020 met 44%, waarbij het accent van de afname in de maanden april en mei lag. In juni was er een fors herstel, ofschoon het omzetsniveau nog niet het pre-corona niveau bereikte.

De industriële omzet groeide door de INTORQ-acquisitie met 15% en ondervond minder hinder van covid-19. Exclusief INTORQ bedroeg de autonome omzetafname 18%.

In China wist Kendrion de omzet in Q2 2020 met 13% op te voeren in vergelijking met Q2 2019 en met 63% ten opzichte van Q1 2020 toen China werd getroffen door covid-19. Zowel Automotive als Industrieel droegen bij aan deze groei.

Een strenge kostenbeheersing en het gebruik van overheidssteun zorgden ervoor dat Kendrion in Q2 2020 niet in de rode cijfers belandde. Nu INTORQ volledig is geïntegreerd in de Kendrion-organisatie en China méér dan 10% van de omzet op groepsniveau inbrengt, is het profiel van de onderneming behoorlijk veranderd. Het accent ligt op de groeikansen in Automotive, Industriële remsystemen en in de Chinese markt. De focus in Industriële aandrijving- en controlesystemen ligt op winstoptimalisatie en cashgeneratie.

Ten aanzien van de vooruitzichten voor H2 2020 en volgende jaren, voorziet CEO Joep van Beurden dat covid-19 voorlopig de gemoederen bezig zal blijven houden. Kendrion heeft de eerste fase van de pandemie goed doorstaan en staat in principe goed gesteld om ook in de komende periode winstgevend te kunnen opereren. De kostenniveaus zijn aan de nieuwe economische realiteit aangepast en de financiële positie is gestabiliseerd. Met het bankenconsortium is een principeakkoord bereikt voor een verbetering van de financiële convenanten. De productpijplijn is goed gevuld en in de supply chain wordt momenteel geen druk ervaren.

Wij taxeren voor geheel 2020 een winst per aandeel van circa € 0,50 (2019: € 0,59). Op donderdag 10 september organiseert Kendrion een Capital Markets Day. Op deze dag zal de strategie nader worden toegelicht en zullen ook nieuwe financiële doelstellingen worden gepresenteerd. Wij zullen hierover berichten in het maandbericht over september. Tegen de huidige beurskoers van € 14,80 wordt 29x de getaxeerde winst 2020 voor de aandelen Kendrion betaald. Indien de eindmarkten van Kendrion in de loop van 2021 normaliseren, is een behoorlijke omzet- en winstgroei naar onze mening alleszins aannemelijk en zijn de aandelen momenteel uiterst aantrekkelijk geprijsd.

### Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in portefeuille per 1 september 2020 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Flow Traders	15,4%
BE Semiconductors	14,2%
ASM International	14,0%
Hunter Douglas	10,0%
Nedap	9,6%
TKH Group	6,7%
Sif Group	6,2%
Neways Electronics International	5,5%
Aalberts	5,3%
Kendrion	4,7%
Overige 2 participaties	6,8%
Liquiditeiten en overage	1,6%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

### Vooruitzichten

Na de forse koersstijgingen van augustus volgde begin september een correctie die met name technologiefondsen raakte. Nu de halfjaarcijfers zijn gepresenteerd volgt een periode zonder bedrijfsspecifiek nieuws, waarbij macro-economische factoren overheersen. De afronding van de brexit en de komende Amerikaanse verkiezingen beheersen daarom de beurskolommen. Vanzelfsprekend is de covid-pandemie onverminderd onder ons, hetgeen eveneens op het marktsentiment weegt. Positief is dat de gepubliceerde halfjaarcijfers van de ondernemingen uit onze portefeuille, veelal beter waren dan gemiddeld door analisten/beleggers werd verwacht. Dit laat onverlet dat de omzet- en resultatenontwikkeling in het tweede halfjaar van 2020 nog sterk negatief beïnvloed kan worden door de nasleep van de coronacrisis. 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.

De vijf voor covid-19 minder gevoelige participaties in portefeuille, goed voor een gezamenlijke portefeuille-weging van ruim 55%, 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.

---

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



Op basis van *base-case* winst- en dividendtaxaties noteert onze portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2020 van 11,7 en een gewogen dividendrendement 2020 van 6,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
Willem Burgers  
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 11 september 2020