

## MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2018

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt verloor fors terrein in de maand december. De AEX-Index daalde met 6,1% naar 487,88, de Amsterdam Midkap Index leverde 5,6% in op 657,58 en de Amsterdam SmallCap Index verloor 3,4% op 883,26.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in december met 3,3% van € 46,16 naar € 44,62. Over geheel 2018 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van -18,3%.

Het fondsvermogen per 2 januari 2019 bedroeg € 102,2 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 96,5 miljoen was belegd in 14 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind december 5,5% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 44,84
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 44,62
Fondsvermogen	€ 102.151.314
Aantal uitstaande aandelen	2.289.531

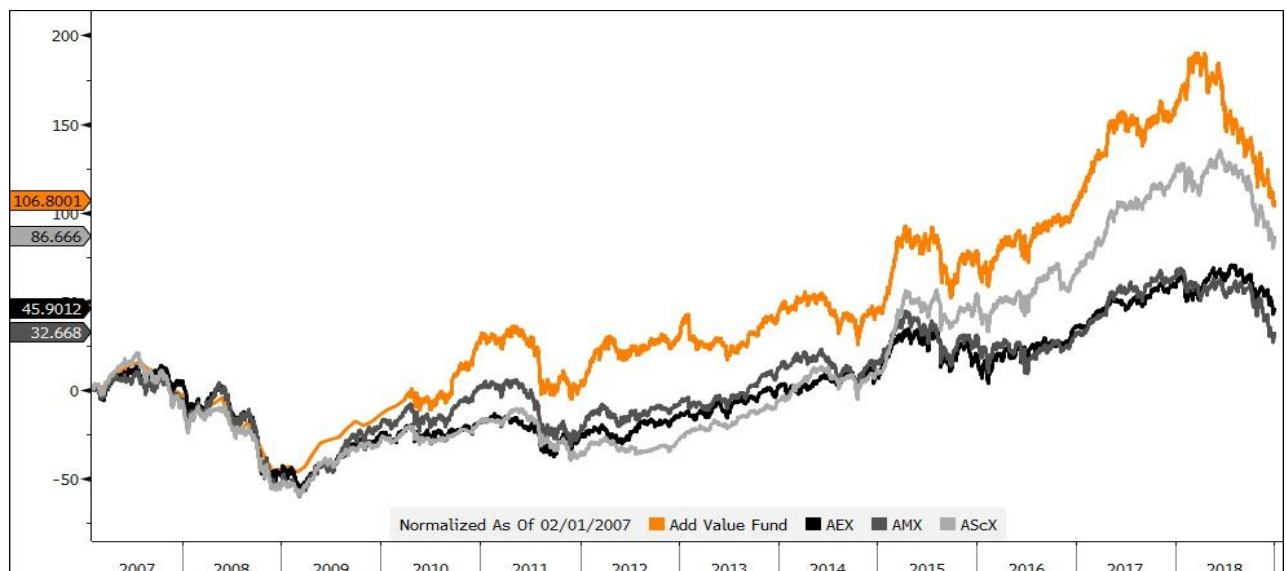
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	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	+106,80
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	+45,90
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	+32,67
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	+86,67

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/12/2018

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/12/2018)

Peildatum: 31/12/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Flow Traders	+39,2	-16,4	+10,0	+1,2
2.	Nedap	-7,0	-9,2	-17,9	-5,9
3.	Lucas Bols	-17,6	-11,0	-4,4	-5,0
4.	Hunter Douglas	-19,6	-7,6	-10,5	+0,3
5.	TKH Group	-23,1	-25,2	-16,1	-9,2
6.	Neways Electronics Int.	-26,0	-19,5	-17,9	-1,9
7.	Acomo	-27,6	-25,6	-10,1	+0,9
8.	Brunel International	-28,2	-24,7	-12,4	-0,7
9.	Aalberts Industries	-31,5	-29,2	-20,8	-6,2
10.	Sif Group	-33,0	-30,6	-27,1	-10,2
11.	ASM International	-35,8	-23,6	-18,8	-3,7
12.	BE Semiconductor Ind.	-47,1	-20,3	+1,7	-3,5
13.	Kendrion	-48,0	-40,3	-30,3	-7,9
14.	Koninklijke Brill	-49,9	-41,8	-27,0	-10,6

- 1) In december realiseerden 3 van de 14 participaties (= 21%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteert 1 van de 14 participaties (= 7%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Flow Traders** bovengemiddeld in de portefeuille. De onderneming profiteert van het huidige gunstige handelsklimaat in ETFs met een bovengemiddelde koersvolatiliteit en handelsvolumes;
- 3) **Koninklijke Brill** en **Sif Group** waren de zwakst presterende deelnemingen in december. Deze twee ondernemingen presenteerden tegenvallende derde kwartaalcijfers die in het vigerende zwakke beursklimaat tot relatief forse koersdepreciaties leidden.

Bedrijfsnieuws

**Flow Traders** – Sterk jaareinde 2018 verwacht

Bedragen in € miljoen	1 <sup>ste</sup> negen maanden 2018	1 <sup>ste</sup> negen maanden 2017	%- verandering	FY 2018 (taxatie)	FY 2017	%-verandering
Net trading income	309,3	126,7	+144	400,0	166,0	+141
- EMEA (Europe)	109,4	87,1	+26	154,4	114,7	+40
- Americas	175,5	28,3	+521	211,2	34,1	+519
- APAC (Azië)	24,5	11,3	+116	34,4	17,2	+100
EBITDA	166,0	42,8	+288	210,0	56,0	+275
Nettowinst	135,0	31,7	+327	174,5	39,6	+341
Winst per aandeel (€)	2,91	0,68	+328	3,75	0,85	+341
Dividend per aandeel (€)				2,85	0,65	+338

Liquidity provider Flow Traders zal huidig co-CEO Dennis Dijkstra op de komende algemene vergadering van aandeelhouders in mei 2019 voordragen als de nieuwe CEO van Flow Traders, nu collega-bestuurder Sjoerd Rietberg heeft aangegeven niet voor herbenoeming beschikbaar te zijn. CFO Marcel Jongmans trad per direct af; diens

werkzaamheden kunnen relatief makkelijk door de overige leden van het managementteam worden waargenomen aangezien Flow Traders geen schulden heeft en geen overnames doet. De RvC is wel een zoekprocedure gestart voor een nieuwe CFO.

Intussen ervaart Flow Traders een zeer sterk vierde kwartaal van 2018. Zowel de verhandelde waarde (*value traded*) als de volatiliteit (gemeten naar de *average VIX per month*) bewegen zich op een substantieel hoger niveau dan in de vergelijkbare periode van 2017. Wij hebben daarom de taxatie van de winst per aandeel 2018 verhoogd van € 3,50 naar € 3,75. Tegen de huidige beurskoers van € 27,30 wordt 7,3x de getaxeerde winst voor het lopende jaar betaald voor de aandelen Flow Traders. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 76% komt het bijbehorende dividendrendement op 10,6%.

Deze bescheiden waardering is het directe gevolg van de uiterst zwakke beursstemming van de laatste maanden in het algemeen en van de verslagmaand in het bijzonder. Flow Traders weet als marktleider in de Europese ETF-markt en als groeiende speler in de Verenigde Staten en Azië echter optimaal te profiteren van de huidige gunstige marktomstandigheden die worden gekenmerkt door stevige handelsvolumes en een historisch hoge volatiliteit.

Wij voorzien, zeker in H1 2019, dat deze omstandigheden zullen aanhouden. Gegeven de aantrekkelijke beurswaardering, goede vooruitzichten en “*hedge*” is Flow Traders momenteel de grootste positie in portefeuille.

#### ASM International – wint supplier excellence award van TSMC

Aan chipmachine-producent ASM International is op 6 december 2018 door TSMC een *supplier excellence award* toegekend voor de performance en ondersteuning van ASMI’s CVD-equipment en -technologie gedurende 2018.

De award werd aan ASMI uitgereikt door Dr C.C. Wei, TSMC’s Chief Executive Officer, op het TSMC Supply Chain Management Forum in Taiwan. ASMI CEO Chuck del Prado gaf als reactie: *‘We are very honored to receive this prestigious award from TSMC. On behalf of ASMI, I would like to thank TSMC for this recognition. ASMI strives to continuously advance our technology solutions and our partnership with TSMC is of strategic importance to ASMI. We are very pleased that TSMC has benefited from the performance of our ALD and Epitaxy deposition tools in its production fabs.’*

TSMC is de grootste *foundry* chipproducent ter wereld. Het feit dat aan ASMI een *supplier excellence award* is toegekend, bewijst dat de onderneming behoort tot de zeer selecte groep van toonaangevende leveranciers van apparatuur en materialen aan de internationale marktleider.

Wij taxeren voor ASMI een winst per aandeel 2018 van € 3,65 (2017: € 3,21) en voorzien voor 2019 een stijging van ruim 16% naar € 4,25. Tegen de huidige beurskoers van € 35,40 wordt 8,3x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen ASMI betaald en bedraagt het dividendrendement 2,3%.

#### Sif Group – verkrijgt definitieve opdracht voor 2019

Bedragen in € miljoen	YTD 2018	YTD 2017	% change	FY 2018tax	FY2019tax	% change
Contributie	57,0	104,7	-46	80	130	+63
EBITDA	13,0	44,9	-71	25	55	+120
Productie in Kiloton	100	167	-40	145	220	+52

Funderingsspecialist Sif Group meldde dat het een opdracht voor de productie van 58 monopiles en bijbehorend staal voor de verbindingstukken voor de SeaMade windfarm heeft ontvangen van Dredging International, een dochteronderneming van de Belgische DEME Group. De verbindingstukken zullen in joint-venture met partnerbedrijf Smulders in Hoboken worden geproduceerd. De SeaMade offshore windfarm ligt circa 40-50 kilometer uit de kust ter hoogte van Oostende in 22-38 meter diep water. SeaMade wordt ontwikkeld door SeaMade N.V., een joint-venture van Otary group (70%), Electrabel (Engie) (17,5%) en Eneco Wind Belgium (12,5%).

De 487 Megawatt offshore windfarm zal uit 58 Siemens-Gamesa turbines bestaan, met elk een individuele capaciteit van 8,4 MW en zal worden gebouwd op een platform van monopiles. De monopiles en het primaire staal voor de

transitiestukken worden geproduceerd door Sif Group. Partner Smulders neemt de productie van het secundaire staal voor haar rekening, alsmede de uitrusting van de transitiestukken.

Het totale productievolume van het project bedraagt circa 60 Kiloton voor de monopiles en 13,7 Kiloton voor het primaire staal van de transitiestukken. De productie zal in het aankomende jaar plaatsvinden. Dit project was reeds opgenomen in het orderboek dat werd gepresenteerd bij de publicatie van de halfjaarcijfers 2018, maar destijds als zijnde een project waarover Sif en Dredging International op exclusieve basis onderhandeling voerden. Deze status is nu aangepast naar die van *firm order*.

In november meldde Sif, zoals verwacht, mindere cijfers over Q3 2018. Een vertraging in de levering van staal zorgde voor een latere opstart van de productie. Daarnaast betekende het naar voren halen van de opdracht voor project Borssele 3+4 dat een kleine prijsconcessie werd gedaan aan de opdrachtgever, hetgeen de operationele marge licht negatief beïnvloedde.

Tenslotte was er in Q3 2018 sprake van een hoog ziekteverzuim. Sif tracht compensatie te krijgen voor de vertraagde levering van het staal. Duidelijk is dat met Q3 het dieptepunt nu achter ons ligt en we weer uit kunnen kijken naar hogere productieniveaus in de komende jaren met een al goed gevulde orderboek voor 2019.

In de afgelopen periode veranderde er overigens niet veel in het orderboek van SIF, Borssele 3+4 met 40 Kiloton staat nu in het orderboek als gecontracteerd waar het eerder onder exclusieve onderhandelingen stond. Dit is de eerste keer dat SIF monopiles zal fabriceren in opdracht van marktleider Ørsted. De vooruitzichten voor het orderboek zijn nog steeds zeer goed. Er is een constante stroom van offshore windprojecten in Europa in de komende jaren waar de verwachte vraag naar monopiles hoger ligt dan de markt kan produceren op dit moment.

Daarnaast begint de offshore windmarkt buiten Europa steeds concretere vormen aan te nemen, met name Japan, de VS en Taiwan zijn interessante markten voor SIF om naar uit te breiden.

Nieuwe ontwikkelingen in de industrie standaarden voor offshore wind funderingen leiden ertoe dat SIF extra zal moeten investeren om haar productieproces te upgraden. In Q2 gaf SIF al aan dat vanwege de trend naar meer coating er extra investeringen nodig zijn om de coatingfaciliteit uit te breiden, dit bedrag is nu vastgesteld op € 10 miljoen.

De productiefaciliteit op de Maasvlakte II biedt meer dan voldoende ruimte en flexibiliteit om te voorzien in deze uitbreiding. Extra coating zou ook moeten leiden tot een hogere omzet voor SIF. Daarnaast onderzoekt SIF de impact van de 2018 PISA standaard, de trend naar monopiles met grotere diameters en dunnere wanden. Dit kan mogelijk leiden tot een extra investering van maximaal € 40 miljoen. De hogere investeringen moeten uiteindelijk leiden tot hogere omzet en hogere marges aangezien SIF niet verdient aan staal. Daarnaast zal dit positief zijn voor de concurrentiepositie van SIF, de toetredingsbarrière wordt groter en kleinere spelers in de markt kunnen deze investeringen waarschijnlijk niet dragen.

Ondanks dat het gerapporteerde bericht duidt op een minder voorspoedige executie op korte termijn, menen wij dat het beleggingsperspectief van Sif Group onverminderd attractief blijft op middellange termijn. Na het transitiejaar 2018 zal het komende jaar een sterk herstel van de productie en daarmee van de bezettingsgraad laten zien. Tegen de huidige beurskoers van € 11,70 wordt thans 9,4x de verwachte winst 2019 voor de aandelen Sif betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 30% bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,2%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Flow Traders	15,0%
Hunter Douglas	13,4%
ASM International	13,3%
BE Semiconductor Industries	11,8%
Nedap	8,3%
TKH Group	6,8%
Neways Electronics International	6,2%
Sif Group	4,6%
Kendrion	4,1%
Aalberts Industries	3,1%
Overige 4 participaties	7,9%
Liquiditeiten en overige	5,5%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

Aan het begin van beursjaar 2019 blijft het sentiment op financiële markten in mineur. Ofschoon de meerderheid van de participaties in onze portefeuille zonder meer een positieve ontwikkeling in hun business meldt, wordt dit door beleggers voorlopig louter voor kennisgeving aangenomen. Daarnaast staan de bedrijven er anno 2019 zowel, strategisch als technologisch en operationeel beter voor dan ooit tevoren.

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

Begin januari noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 10,1x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,8%.

Het spreekt voor zich dat wij onze getaxeerde winsten voortdurend *up-to-date* houden en reeds enigszins neerwaarts hebben aangepast in het licht van de onzekere macro- en politieke ontwikkelingen. Gezien de inmiddels bereikte lage beurswaarderingen in combinatie met de sterke operationele en financiële (markt)positie van de ondernemingen in portefeuille, gaan wij de beschikbare liquiditeit geleidelijk in zetten voor de uitbreiding van bestaande participaties.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
Willem Burgers  
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 2 januari 2019

---

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