

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2019

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt sloot de maand december met hogere koersen af. De AEX-Index steeg 1,2% naar 604,58, de Amsterdam Midkap Index voegde 3,1% toe op 910,47 en de Amsterdam SmallCap Index klom 2,5% naar 1029,20.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in december met 1,5% van € 56,63 naar € 57,49. In het boekjaar 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +32,2% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 2 januari 2020 bedroeg € 104,6 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 101,2 miljoen was belegd in 14 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind december 3,2% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 januari 2020 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 57,78
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 57,49
Fondsvermogen	€ 104.573.230
Aantal uitstaande aandelen	1.818.986

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	+32,21	+176,91
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	+87,50
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	+89,20
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	+124,95

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/12/2019

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/12/2019)

Peildatum: 31/12/2019

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	176,7%	74,9%	18,5%	-0,8%
2. BE Semiconductor Ind.	86,5%	52,2%	19,9%	2,9%
3. Aalberts	37,7%	15,7%	10,0%	4,1%
4. TKH Group	22,6%	-8,5%	9,0%	6,1%
5. Acomo	19,0%	10,7%	4,5%	1,2%
6. Nedap	17,1%	0,4%	6,8%	0,4%
7. Sif Group	7,2%	24,3%	-4,3%	6,8%
8. Kendrion	0,2%	11,2%	13,7%	0,2%
9. Hunter Douglas	-0,3%	-5,5%	-2,7%	-1,0%
10. Neways Electronics Int.	-1,4%	-24,3%	-5,1%	3,8%
11. Lucas Bols	-8,2%	-2,4%	-0,4%	0,0%
12. Brunel International	-17,5%	-30,0%	-13,9%	2,0%
13. Flow Traders	-22,6%	-16,1%	-10,3%	1,1%

- 1) In december realiseerden 11 van de 14 participaties (= 79%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 9 van de 14 participaties (= 64%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Sif Group** bovengemiddeld in de portefeuille vanwege de eerste Japanse order;
- 3) **Hunter Douglas Group** was de zwakst presterende participatie in december. De koersdaling was het gevolg van aanhoudende verkoopdruk in het aandeel door de afbouw van een positie van een grootaandeelhouder.

Bedrijfsnieuws

ASM International – versnelde inkoop eigen aandelen

Bedragen in € miljoen	Q3 2019	Q3 2018	% change	9 mnd 2019	9 mnd 2018	%-change
Omzet	271,2	195,7	+39	780,2	563,4	+38
Bedrijfsresultaat	50,6	28,0	+81	144,7	78,0	+86
Brutomarge	42,4%	40,9%		42,2%	40,5%	
Genormaliseerde nettowinst	56,9	42,2	+35	131,7	123,4	+7
Nieuwe orders	291,8	258,0	+13	899,9	640,4	+41
Winst per aandeel (€)	1,08	0,76	+42	4,54	2,12	+114

ASM International, toonaangevend producent van front-end machines voor de halfgeleiderindustrie, heeft in de maand december in totaal 311.237 eigen aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 101,67 per aandeel. Daarmee was een tegenwaarde van € 31,6 miljoen gemoeid. Met deze aankopen is 96,2% van het aandeleninkoopprogramma van € 100 miljoen dat loopt tot uiterlijk 19 november 2020, afgerond. Naar verwachting zal het SBB (*share buy back program*) deze maand worden afgerond.

ASMI rapporteerde in oktober voortgaande groei over Q3 2019. In vergelijking met Q2 2019 liep de omzet met 4% op naar € 271 miljoen, een nieuw record. De groei werd wederom gedreven door de segmenten *logic* en *foundry*. De ordergang bleek substantieel hoger te zijn dan werd geïndiceerd ten tijde van de publicatie van de halfjaarcijfers. Werd toen uitgegaan van € 250 – 270 miljoen nieuwe opdrachten, de werkelijke uitkomst van € 292 miljoen overtrof de hoogste analistenverwachtingen. Het waren nogmaals de segmenten *logic* en *foundry* die tekenden voor deze fraaie toename.

De kaspositie van ASMI vaart wel bij de gunstige ontwikkelingen. Per 30 september jl. bedroeg deze € 480 miljoen, terwijl er tevens een bankfaciliteit van € 150 miljoen beschikbaar was. Deze hoge netto kaspositie komt deels voort uit de ontvangst van \$ 57,5 miljoen schadeloosstelling door Kukosai Electric Corporation uit hoofde van bewezen

patentbreuk, dat is de helft van de totale \$ 115 miljoen settlement. Daar bovenop ontvangen ze uit een andere nieuwe settlement nog \$ 61 miljoen. De riante netto kaspositie heeft het ASMI-bestuur doen besluiten een interim dividend van € 1,- per aandeel uit te keren, en voornoemd aandeleninkoopprogramma van € 100 miljoen per direct te starten en zo snel als mogelijk af te ronden.

De vooruitzichten voor Q4 2019 zijn een omzetsniveau in de bandbreedte € 310 – 330 miljoen en een getaxeerde orderingang van € 290 – 310 miljoen.

Scheidend CEO Chuck del Prado is onverminderd positief ten aanzien van de groeiperspectieven van zijn onderneming. Er is momenteel een sterke marktvraag naar ASMI-machines in het logic/foundry segment, gedreven door capaciteitsopbouw in de meest geavanceerde machines, die zich naar verwachting in ieder geval zal voortzetten in H1 2020. Wij taxeren een winst per aandeel voor settlements voor 2019 van circa € 4,15 en van € 5,75 voor 2020.

Tegen de huidige beurskoers van € 98,50 wordt 17,1x de verwachte winst 2020 voor de aandelen ASMI betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt circa 2,0%, omdat wij na het interimdividend van € 1,- per aandeel een slotdividend van nogmaals € 1,- per aandeel verwachten.

Hunter Douglas – twee strategische en omvangrijke acquisities

Bedragen in US\$ miljoen	Q3 2019	Q3 2018	% change	YTD 2019	YTD 2018	% change
Omzet	890,9	923,6	-4	2.614,5	2.716,2	-4
EBITDA	119,0	115,2	+3	335,6	326,9	+3
EBITDA-marge	13,4%	12,5%		12,8%	12,0%	
Nettowinst	70,1	59,0	+19	183,4	181,7	+1
Winst per aandeel (€)	1,81	1,45	+25	4,69	4,38	+7

Hunter Douglas, de wereldmarktleider in raambekleding en een toonaangevende producent en leverancier van architectonische producten zoals plafondsysteem en gevelplaten, heeft in de verslagmaand twee overnames gedaan, beide in de Verenigde Staten.

Op 4 december werd de acquisitie van 3 Day Blinds bekendgemaakt. Met een jaaromzet van US\$ 205 miljoen (boekjaar 2018) en circa 1.200 medewerkers voegt deze acquisitie circa 13% aan de Noord-Amerikaanse omzet van Hunter Douglas toe en ongeveer 6% aan de wereldwijde groepsomzet. De onderneming die in 1978 is opgericht, heeft zijn thuisbasis in Irvine, Californië. Het bedrijfsmodel vertoont overeenkomsten met dat van Hillarys, de Engelse raambekledingsfabrikant die Hunter Douglas in 2017 overnam. In dit model komen consultants bij de klanten thuis om op basis van een uitgebreide analyse tot de optimale interieuroplossing te komen. De onderneming is goed winstgevend en draagt direct (vanaf december 2019) bij aan de winst per aandeel. Hunter Douglas financiert de acquisitie met behulp van externe financiering, waar de sterke groepsbalans alle ruimte voor geeft.

Op 20 december kondigde Hunter Douglas aan overeenstemming te hebben bereikt over de overname van 30% van de aandelen in Select Blinds, een online retailer met eigen merken raambekleding met een jaaromzet van US\$ 94 miljoen in 2018. Select Blinds opereert vanuit Tempe, Arizona. Hunter Douglas is met oprichter en eigenaar Rick Steele overeengekomen de resterende aandelen binnen twee jaar over te zullen nemen.

Na Blinds.com is Select Blinds de tweede grootste online aanbieder van raambekleding in Noord-Amerika. Marktleider Blinds.com, sinds 2014 eigendom van The Home Depot, is ongeveer twee keer zo groot als Select Blinds. De overname van het minderheidsbelang betekent voor Hunter Douglas de eerste stap op de onlinemarkt in Noord-Amerika. Wij taxeren dat Hunter Douglas na deze acquisitie een online-omzet genereert van \$ 80 – 85 miljoen, ofwel ruim 2% van de groepsomzet.

Wij taxeren een winst per aandeel 2019 van € 6,85 per aandeel (2018: € 6,55), waaruit een contant dividend van € 2,25 (2018: € 2,00) betaalbaar kan worden gesteld. Voor 2020 handhaven wij onze eerdere prognose van een winst per aandeel van € 7,35, een toename van 7,3% ten opzichte van het verwachte resultaat 2019. De in december aangekondigde winstgevendende acquisities tellen in 2020 een vol jaar mee en geven extra comfort aan onze 2020-taxatie. Tegen de huidige beurskoers van € 58,- wordt thans 7,9x de verwachte winst 2020 voor de aandelen Hunter

Douglas betaald en komt het bijbehorende dividendrendement op 4,1%. Een uitgebreide analyse van Hunter Douglas – de Investment Case – vindt u op onze website www.addvaluefund.nl

Nedap – Nieuwe CFO

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	% change	FY 2019 (tax)	FY 2018	% change
Omzet	94,2	96,7	-3	192,5	191,4	+1
Bedrijfsresultaat (EBIT)	8,1	10,0	-19	18,5	19,4	-5
<i>EBIT-marge</i>	<i>8,6%</i>	<i>10,4%</i>		<i>9,6%</i>	<i>10,1%</i>	
Winst voor belastingen	8,3	10,4	-20	19,6	20,3	-3
Belastingen	-1,6	-1,7	-3	-3,5	-3,2	+9
Nettowinst	6,7	8,8	-23	16,1	17,1	-6
Winst per aandeel (€)	1,04	1,37	-24	2,50	2,66	-6
Dividend per aandeel (€)				2,50*	2,50	0

*) = exclusief getaxeed eenmalig extra-dividend van € 2,00 per aandeel

De Raad van Commissarissen van High-tech onderneming Nedap is voornemens om mevrouw Daniëlle van der Sluijs (1972) aansluitend op de Algemene vergadering van Aandeelhouders van 9 april 2020 tot statutair directeur te benoemen. Daniëlle van der Sluis volgt in de directie de heer Eric Urfv op die vorig jaar zijn functie neerlegde.

Mevrouw Van der Sluijs zal per 1 maart a.s. als financieel directeur bij Nedap in dienst treden. De afgelopen vier jaar was mevrouw Van der Sluijs Group Finance Director bij ForFarmers N.V. Daarvoor heeft zij een brede ervaring opgedaan in financiële functies bij Numico, Crucell en het Havenbedrijf Rotterdam. Mevrouw Van der Sluijs is afgestudeerd aan de Bedrijfskundefaculteit van de Erasmus Universiteit te Rotterdam en heeft vervolgens een postdoctorale controllersopleiding aan de Vrije Universiteit in Amsterdam voltooid. Tevens heeft zij het New Board Program van de Nyenrode Business Universiteit doorlopen.

Nedap kwam vorige maand met een kwalitatief *trading statement* over het derde kwartaal van 2019. De omzet lag in deze periode op het niveau van Q3 2018. De wederkerende omzet (*recurring revenue*) zette de stijgende trend onverminderd voort. Alle zeven marktgroepen lieten in het derde kwartaal groei zien, met uitzondering van de marktgroepen Livestock Management en Retail. De uitdagende marktomstandigheden in de retailmarkt en de aanhoudende varkenspest in het Verre Oosten hadden een negatief effect op de omzetontwikkeling en beperken de voorspelbaarheid in deze markten.

Volgens onze taxatie zijn Livestock Management en Retail tezamen goed voor ruim 40% van de Nedap-omzet. Op basis van de ontwikkelingen in de afgelopen maanden en de vooruitzichten voor de rest van het jaar wordt voor de tweede helft van 2019 een groei van de omzet verwacht, zowel ten opzichte van de vergelijkbare periode in het voorgaande jaar als ten opzichte van de eerste helft van 2019. Hierdoor zal naar verwachting de omzet voor geheel 2019 op een vergelijkbaar niveau uitkomen als in 2018.

In lijn met de strategie zijn de investeringen samenhangend met het aantrekken van gekwalificeerde medewerkers gecontinueerd. Dientengevolge zal de EBIT naar verwachting lager uitkomen dan over het boekjaar 2018. De verkoop van Nedap France S.A.S. is in het derde kwartaal volledig afgerond. De netto opbrengst hiervan – circa € 14,5 miljoen – zal primair worden gebruikt om het dividend over 2019 eenmalig te verhogen. Dit vertaalt zich ruwweg in een eenmalig extra dividend van € 2,00 per aandeel.

Voor FY 2019 taxeren wij een winst per aandeel van € 2,50, een daling van 6% in vergelijking met het voorgaande boekjaar. Gezien de sterke financiële positie van Nedap achten wij het aannemelijk dat het contante dividend uit normale bedrijfsvoering gehandhaafd zal blijven op € 2,50 per aandeel, zodat er sprake zal zijn van een 100%-pay out van de nettowinst. Voor boekjaar 2020 achten wij een winst per aandeel van € 3,00 haalbaar, gedreven door de aanhoudend sterke groei van de marktgroep Healthcare en het toenemende aandeel van de wederkerende omzet in de totale opbrengsten.

Tegen de huidige beurskoers van € 48,- worden de aandelen Nedap aan 16x de getaxeerde winst 2020 gewaardeerd en bedraagt het dividendrendement 5,2% (exclusief de verwachte eenmalige uitkering van € 2,00 per aandeel). Een uitgebreide analyse van Nedap – de Investment Case - vindt u op onze website www.addvaluefund.nl

Aalberts – Capital Markets Day 2019

(in €)	2008	2013	2018	CAGR*
Winst per aandeel	1,02	1,38	2,49	+9%
Dividend per aandeel	0,28	0,41	0,75	+10%
Beurskoers per ultimo	5,06	23,18	29,05	+19%

*) CAGR (Compound Annual Growth Rate: samengestelde gemiddelde jaarlijkse groei)

Industrieel toeleverancier Aalberts kan bogen op een fraai track record van omzet- en winstgroei over een periode van 40 jaar. Tijdens de Capital Markets Day van 4 december jl. ging de ondernemingsleiding uitgebreid in op de strategie van *Focused Acceleration* om op middellange termijn de goede performance te kunnen voortzetten.

Aalberts is wereldwijd actief op de gebieden Installatietechniek, Materiaal-technologie, Klimaatregeling en Industriële toeleveringen. Vanuit een sterke basis, met name in West-Europa en de Verenigde Staten, ziet CEO Wim Pelsma nog volop kansen om ook de komende jaren te excelleren. In concrete zin poogt Aalberts omzet (2018: € 2,76 miljard) en nettowinst (2018: € 275 miljoen) verder te laten groeien, waarbij de volgende actiepunten werden genoemd:

- De *operational excellence* kan worden verbeterd. Hierbij is van belang dat Aalberts beschikt over een activiteitenportfolio die rugwind heeft van megatrends als duurzaamheid, urbanisatie en toepassingen vanuit het Internet-of-Things (IoT);
- Aalberts gaat in de verschillende operaties meer focus aanbrengen. Het aantal gevoerde kerntechnologieën wordt teruggebracht van 15 naar 5, het aantal bediende eindmarkten van 10 naar 4. Deze keuze impliceert onder andere dat het segment Halfgeleiders, nu nog 8% van de groepsomzet, de komende jaren zal kunnen verdubbelen naar 16% van de omzet. Het strategisch partnerschap met ASML staat mede aan de basis van deze prognose;
- Aalberts schuift meer en meer op in de richting van niche-technologieën waar hogere marges kunnen worden behaald. Hierbij wordt de inzet van co-development met eigen patenten nagestreefd. Innovaties (zelf ontwikkelde producten van minder dan vier jaar oud) gaan omhoog van 10% naar 20% van de groepsomzet;
- De komende jaren (2020 – 2022) dienen logistiek, voorraden en *supply chain* te worden geoptimaliseerd. In dit kader wordt het aantal productielocaties teruggebracht van 156 naar 122. Het tempo van desinvestering (van te laag renderende omzet) gaat omhoog van € 50 -70 miljoen naar € 300 – 350 miljoen. Het betreft twee grotere en enkele kleinere transacties. Het voorraadniveau dient met € 100 – 150 miljoen te worden verlaagd;
- Aalberts gaat versterkt door met investeren. De capex gaat omhoog naar € 140 – 160 miljoen per jaar. De R&D-bestedingen stijgen naar € 120 miljoen met ruim 450 FTE, hetgeen correspondeert met ruim 4% van de omzet;
- Hoewel Wim Pelsma de overnameprijzen momenteel als te hoog kwalificeert, wil Aalberts gemiddeld jaarlijks € 100 – 200 miljoen omzet bijkopen met aanpalende ('bolt-on') acquisities.

Wanneer deze actiepunten worden vertaald in margeverbeteringen, wordt uitgegaan van een EBITA-stijging in de bandbreedte 1,3%-punt (in geval van 3% omzetgroei) tot 1,9%-punt (bij 5% omzetgroei per ultimo 2022). De *Return On Capital Employed (ROCE)* stijgt in dit scenario met respectievelijk 2,4%-punt en 4,3%-punt. Over drie jaar zal naar verwachting 50% van de Aalberts-omzet een wederkerend karakter (renovatie/vervangingswerkzaamheden) hebben, waardoor de cycliciteit van de onderneming zal afnemen. Indien geen grote overnames (kunnen) worden gedaan, daalt de Net debt/EBITDA-ratio tot < 1 in welke situatie een extra dividend of een *Share Buy back (SBB)* kan worden overwogen.

Al met al een vertrouwenwekkende presentatie van het Aalberts-management. Wij zien voornamelijk geen aanleiding om onze winsttaxaties voor 2019 en 2020 te wijzigen. Voor het afgelopen jaar gaan wij uit van een winst per aandeel van € 2,70 (2018: € 2,49), waarna wij voor 2020 een verdere 9% toename voorzien naar € 2,95. Tegen de huidige beurskoers van € 40,40 wordt 13,7x de getaxeerde winst voor de aandelen Aalberts betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 2,2% uitgaande van een stabiele 30% pay-out ratio.

Sif – twee nieuwe orders, eerste uit Japan

Bedragen in € miljoen	YTD 2019	YTD 2018	% verandering	Q3 2019	Q3 2018
Contributie	66,6	57,0	+17	21,1	11,4
EBITDA (genormaliseerd)	14,6	13,0	+12	1,8	-1,1
Productie in Kiloton	140,0	100,0	+40	46	19

Funderingsspecialist Sif is exclusieve gesprekken begonnen voor de levering van 33 monopiles en 33 transitiestukken voor een windmolenpark voor de kust van Japan. Financiële details en de naam van de opdrachtgever werden daarbij niet verstrekt. Vanwege de huidige status van de gesprekken is er een vooruitbestelling gedaan voor het staal van het project. Er moet nog een zogeheten Notice To Proceed (NTP) van de klant volgen.

Voorts meldde Sif de definitieve toekenning van Eiffage Métall SAS voor de opdracht om 80 monopiles en evenzovele transitiestukken te leveren voor het 480 MW Saint-Nazaire offshore windpark in Frankrijk. Het Vineyard Wind Project is uit het orderboek 2020 gehaald, omdat de eindklant niet tijdig een vergunning voor uitvoering van het project heeft verkregen. Het project is wel opgenomen in het orderboek voor 2021 en volgende jaren.

Vorige maand meldde Sif dat het derde kwartaal 2019 werd gekenmerkt door een hoge tender-activiteit en een stevige orderinflow, waarbij tevredenstellende prijsniveaus werden gerealiseerd. Hoewel het prijsniveau aan het begin van Q3 2019 bij de bestaande projecten eveneens als goed was te kwalificeren, viel de operationele uitvoering van de opdrachten tegen. Dit was het gevolg van het feit dat meerdere projecten tegelijkertijd moesten worden uitgevoerd, onder andere door de vertraging van het project Borssele 3+4, waardoor problemen in de planning ontstonden hetgeen tot een mindere efficiency leidde. Hierdoor lag de contributiemarge op een lager niveau dan in de voorgaande kwartalen.

Voor Q4 2019 verwacht het management een productie van 47 kiloton met marges die tenminste weer op het niveau van Q2 2019 liggen. Aanvankelijk waren de vooruitzichten voor boekjaar 2020 rooskleurig met een orderboek van 245 kiloton, waarvan 80 kiloton nog onder exclusieve onderhandeling was. Echter, inmiddels is duidelijk dat de uitvoering van het Vineyard project, de constructie van het eerste Amerikaanse offshore-windpark, voor onbepaalde tijd vertraging oploopt in verband met het niet tijdig verkrijgen van de noodzakelijke vergunningen.

Naar het zich thans laat aanzien is het meest waarschijnlijke scenario dat het Vineyard project minimaal twee jaar wordt uitgesteld met als gevolg dat Sif in de loop van het komende jaar met een lacune in de productie wordt geconfronteerd. Het management is inmiddels doende het nadelige onderbezettingseffect zo veel als mogelijk te beperken, waarvan de Japanse opdracht en die van Saint Nazaire het bewijs vormen. Een tweede probleem is het inefficiënte productieproces, hetgeen naar verwachting ook in Q1 2020 margedruk zal veroorzaken. Pas vanaf H2 2020 ontstaat er zicht op een genormaliseerd EBITDA-niveau.

Dientengevolge hebben wij onze winsttaxatie voor 2020 neerwaarts aangepast. Gingen wij aanvankelijk uit van een winst per aandeel van € 1,00, onder de huidige omstandigheden lijkt voornamelijk € 0,75 (2019tax: € 0,65) een realistische aanname. Tegen de huidige beurskoers van € 12,00 wordt 16x de verwachte winst 2020 voor de aandelen Sif Group betaald. Indien de onderneming erin slaagt de productie- en planningsproblematiek onder controle te krijgen, dan zijn vanaf boekjaar 2021 de (record)winsten van 2015-2017 van € 1,35 - € 1,70 per aandeel beslist haalbaar. In dit perspectief blijven de aandelen naar onze mening attractief geprijsd.

Acomo – terughoudende signalen voor H2 2019

Bedragen in € miljoen	H2 2019 tax	H2 2018	% change	H1 2019	H1 2018	% change
Omzet	355,0	364,3	-3	346,2	335,9	+3
Brutomarge	58,5	60,2	-3	64,2	56,7	+13
EBITDA	24,0	25,3	-5	27,5	25,1	+10
Nettowinst	14,5	15,6	-7	15,8	15,5	+2
Winst per aandeel (€)	0,59	0,63	-7	0,64	0,63	+2
Dividend per aandeel (€)	0,60	0,60	0	0,40	0,40	0

Handelshuis in soft commodities Acomo is karig met het publiceren van tussentijdse omzet- en winstberichten. Echter, de belangrijkste werkmaatschappij, Catz International, toonaangevend handelshuis in specerijen, noten, alsmede gedroogde groenten en fruit, geeft op haar website een kwalitatief overzicht van de marktontwikkelingen. Daaruit blijkt dat als gevolg van de handelsspanningen (VS versus China en onzekerheid als gevolg van de brexit) de afnemers van Acomo zeer terughoudend opereerden bij het aangaan van handelsposities.

Weliswaar is er een groeiend bewustzijn ten aanzien van duurzaamheid en een gunstige tendens vanwege een groeiende invloed van een vegetarische lifestyle – die positief is voor de afzet van Acomo-producten – maar deze is naar onze indruk ontoereikend geweest om H2 2019 met een hogere omzet/resultaten af te sluiten.

Daarenboven meldt concurrent Nedspice op haar website nog steeds te wachten op het uitbodemmen van de peperprijs die al sinds 2015 neerwaarts tendeert. Peper is een zeer belangrijk handelsproduct voor Acomo. Derhalve hebben wij onze prognose voor de jaarwinst 2019 van Acomo licht neerwaarts bijgesteld. Per aandeel zal de winst naar onze schatting op circa € 1,24 uitkomen, licht onder het niveau van 2018 van € 1,26. Het totale dividend (interim + slot) blijft gehandhaafd op € 1,00 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 20,50 wordt 16,7x de verwachte winst voor de aandelen Acomo betaald en bedraagt het dividendrendement 4,9%.

Brunel International – Analistenbijeenkomst

Bedragen in € miljoen	FY 2019tax	FY 2018	% change	FY 2017
Omzet	1.040	915	+14	790
EBIT	26	34	-24	18
EBIT-marge	2,5%	3,7%		2,3%
Nettowinst	2	21	-90	8
Winst per aandeel (€)*	0,45	0,41	+10	0,15
Dividend per aandeel (€)	0,25	0,25	0	0,15

*) = winst per aandeel exclusief BIS

Tijdens een analistenbijeenkomst schetste CEO Jilko Andringa het perspectief voor de komende jaren.

Brunel wil in meerdere verticale markten actief zijn waar vraag is naar technisch specialisme met ervaring.

- De grootste verticale markt is Olie & Gas (40% van de omzet), vervolgens zijn de Automotive en Mining verticals goed voor ieder meer dan 10%, Infrastructuur is minder dan 10% en Renewables is nog minder dan 5%. Renewables is vooral offshore wind, maar omdat deze sector geen groot technisch specialisme vereist, ziet Brunel dit niet als een groeimarkt. In piekjaar 2014 was de groepsomzet € 1,4 miljard, waarvan € 1 miljard van de Olie & Gas-vertical met een EBIT-marge van 5%. In geval van een nieuwe stijging van de olieprijs zal Brunel wederom een miljard omzet genereren, maar ditmaal met een hogere marge;
- Andringa verwacht de meeste groei uit de Olie & Gas- en Mining-verticals. In de Olie & Gassector is een groot aantal projecten de laatste jaren uitgesteld vanwege de lage olieprijs. Echter, veel projecten zitten nu tegen hun Final Investment Decision (FID) aan. De cashflow van de olie- en gasmaatschappijen viel tegen in Q3

2019, waardoor de FIDs nog meer vertraging hebben opgelopen. Brunel verwacht de komende jaren in dit segment geen hockeystick effect, maar wel een gestage groei te realiseren;

- Het Brunel Industrial Services (BIS) echec heeft Brunel in 2019 uiteindelijk circa € 22,5 miljoen gekost. De cash out is inmiddels gestopt en Brunel verwacht dat er werkkapitaal is vrijgekomen in Q4 2019, waardoor de netto kaspositie per jaarultimo iets omhoog gaat. In Q2 2020 is BIS naar verwachting gesloten. Brunel kan de schaliemarkt in de Verenigde Staten overigens nog steeds bedienen, zij het dat deze vanwege de nu geldende *fixed pricing* structuur momenteel niet aantrekkelijk is;
- De vanaf 1 januari 2020 geldende Wet Arbeidsmarkt in Balans (WAB) impliceert dat de WW-premie voor tijdelijke contracten omhoog gaat. Brunel heeft echter veel werknemers in dienst met een contract voor onbepaalde tijd, waardoor de impact slechts beperkt negatief is en positief in vergelijking met uitzendbureaus. De transitievergoeding gaat toenemen, maar omdat Brunel maar weinig gedwongen afscheid neemt van werknemers, valt ook hier de impact mee;
- In de thuismarkt Nederland ervaart Brunel de negatieve invloed van de schaarste in de markt. Hierdoor vinden er enerzijds veel overnames plaats, terwijl bedrijven ook de eigen recruiting gaan doen. Daarnaast is er te weinig focus in de Brunel-portefeuille: Engineering is minder dan 50% van de portefeuille, de verticals Tax, Finance en IT hebben het erg lastig in de markt, terwijl de Nederlandse detacheringmarkt traditioneel de meest ontwikkelde, dus professionele en competitieve markt is. Brunel verwacht wel de marges te gaan verhogen in Nederland, er zijn al verhogingen in gang gezet in Q3 2019;
- Brunel houdt onveranderd een stevige netto kaspositie aan vanwege (1) een veilige basis om in lastige tijden te kunnen overleven (2) dividend te kunnen blijven uitkeren (3) Financiering van groei. Er zijn dit jaar tientallen acquisitiegesprekken gevoerd, maar deze hebben niet geresulteerd in een overname omdat de gevraagde prijs (> 10x EBIT) als te duur werd aangemerkt.

Conclusie: Jilko Andringa is uiterst positief over de *project pipeline* in de Olie & Gas-vertical en verwacht hier de komende jaren een mooie groei te kunnen laten zien. Automotive zal aanvankelijk nog een moeilijke markt zijn, om vervolgens weer te groeien vooral dankzij de toenemende investeringen in elektrificatie. Nederland blijft een lastige markt, maar Brunel hoopt hier de marges te kunnen verbeteren. De EBIT (uit voortgezette activiteiten) zal over 2019 zijn uitgekomen op circa € 40 miljoen. Met een enterprise value van € 375 miljoen noteert Brunel op dit moment minder dan 10x EV/EBIT 2019, hetgeen redelijk bescheiden is in het licht van te verwachten groei in de komende jaren. Nadeel blijft de afhankelijkheid van de cyclische Olie- en Gas-vertical, waardoor omzet en resultaten lastig voorspelbaar blijven.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 2 januari 2020 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	14,8%
BE Semiconductor Industries	13,2%
Hunter Douglas	12,2%
Flow Traders	11,3%
Nedap	9,5%
TKH Group	7,2%
Neways Electronics International	6,0%
Kendrion	5,5%
Aalberts	5,4%
Sif Group	4,8%
Overige 4 participaties	6,9%
Liquiditeiten en overige	3,2%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het nieuwe beleggingsjaar 2020 kende een hectisch begin met de aanslag op de Iraanse generaal Soleimani. Ook dit jaar zullen geopolitieke ontwikkelingen de algemene beursstemming beïnvloeden, waardoor de koersvolatiliteit op financiële markten van tijd tot tijd zal toenemen.

Voor geheel 2020 voorzien wij voor onze portefeuille een gewogen potentiële winstgroei van 15 – 20%, waarbij de aantekening dat dit (optisch) hoge percentage mede het gevolg is van de tegenvallende groei in 2019 die uiteindelijk slechts marginaal positief bleek te zijn. De geprojecteerde *double digit* winstgroei wordt deels gerealiseerd door onze twee grootste participaties, ASMI en Besi. Deze verwachting is gebaseerd op het vooruitzicht dat de bestedingen voor chipmachines in de halfgeleiderindustrie in de komende maanden gaan aantrekken.

Voor raambekledingsproducent Hunter Douglas, de nummer 3 in portefeuille, houden wij rekening met een winstgroei van 5 à 10%. De recente acquisitie van twee goed winstgevendende ondernemingen in de Verenigde Staten, zorgt voor extra tractie in het winstmomentum.

Voor ETP-liquiditeitsverschaffer Flow Traders (# 4) zien wij een winstherstel van circa 20% op grond van de combinatie van een hogere koersvolatiliteit op de financiële markten, verdere groei ETF-markt en groei/versterking van de interne organisatie. De twee hightech ondernemingen uit Oost Nederland, Nedap en TKH Group, de nummers 5 en 6 in de portefeuille, hebben in 2019 weliswaar geen winstgroei laten zien, maar wel hun omzet- en winst-genererend vermogen versterkt. Voor boekjaar 2020 taxeren wij een winsttoename van circa 15% voor zowel Nedap als TKH mede vanwege de vergrote bijdrage van innovatieve oplossingen. Van de overige vier participaties gaan wij eveneens uit van een positieve winstgroei-ontwikkeling. Ten aanzien van Kendrion, Sif Group, Acomo en Lucas Bols houden wij echter rekening met een mogelijk beneden-gemiddelde winstgroei bijdrage vanwege uitdagende marktomstandigheden in de betreffende marktsegmenten.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Al met al menen wij dat de portefeuille van Add Value Fund goed is gepositioneerd om in het nieuwe boekjaar een tevredenstellend resultaat te kunnen realiseren. Begin januari noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2020 van 15,4x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 3,8%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma

Willem Burgers

Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 8 januari 2020