

## MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2018

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt deed in februari een stapje terug. De AEX-Index daalde 4,1% naar 535,58, de Amsterdam Midkap Index verloor 3,1% op 818,96 en de Amsterdam SmallCap Index leverde 1,9% in op 1078,59.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in februari 5,7% van € 58,03 naar € 61,36. Over de eerste twee maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +10,4%. Het fondsvermogen per 1 maart 2018 bedroeg € 123,4 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 116,5 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind februari 5,6% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 maart 2018 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 61,66
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 61,36
Fondsvermogen	€ 123.403.774
Aantal uitstaande aandelen	2.011.277

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.
<b>AVF</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-20,34</b>	<b>+27,80</b>	<b>+8,89</b>	<b>+1,99</b>	<b>+21,98</b>	<b>+14,91</b>	<b>+26,65</b>	<b>+10,42</b>	<b>+186,39</b>
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	-1,32	+55,40
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-1,83	+60,75
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	-0,81	+121,16

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 28/2/2018

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/2/2018)

Peildatum: 28/2/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+125,3	+49,3	+17,9	+4,9
2.	Neways Electronics Int.	+60,3	+30,2	+20,9	-0,3
3.	Nedap	+42,8	+37,8	+26,3	+6,4
4.	TKH Group	+34,4	+4,5	-7,6	-3,4
5.	Kendrion	+33,9	+2,8	-10,4	-13,3
6.	Aalberts Industries	+26,8	+10,4	-3,8	-6,2
7.	ASM International	+22,8	+19,3	+1,5	+1,7
8.	Koninklijke Brill	+12,7	-7,8	-8,6	-4,2
9.	Hunter Douglas	+10,2	+0,9	+4,9	-2,8
10.	Brunel International	+8,2	+45,2	+9,5	+3,0
11.	Lucas Bols	+4,0	-3,2	-1,5	-1,1
12.	Flow Traders	+3,1	+47,8	+82,7	+67,1
13.	Acomo	-0,9	-10,4	-8,7	-10,7
14.	Accell Group	-4,0	-18,4	-12,4	-9,7
15.	Sif Group	-28,4	+2,9	-1,5	-3,8

- 1) In februari realiseerden 5 van de 15 participaties (= 33%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 12 van de 15 participaties (= 80%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Flow Traders** bovengemiddeld in de portefeuille. De significante *outperformance* volgde op de terugkeer van volatiliteit in financiële markten. Flow Traders realiseerde mede hierdoor met haar bedrijfs- en verdienmodel in de eerste vijf weken van 2018 een recordresultaat;
- 3) **Kendrion** was de minst presterende participatie in de portefeuille. De wereldmarktleider in elektromagneten kende een tegenvallend vierde kwartaal 2017, waarop de beurskoers een technische correctie onderging. Wij blijven overigens onverminderd positief ten aanzien van het beleggingsperspectief van Kendrion.

Mutaties in de portefeuille

In februari hebben wij de positie in **Nedap** in bescheiden mate gereduceerd. Daarentegen breidden wij het belang in **ASM International** verder uit. Aan het einde van de verslagmaand hebben wij de positie in **Flow Traders**, na de zeer sterke koersstijging van de afgelopen weken, vanwege concentratierisico licht verkleind.

Bedrijfsnieuws

**Flow Traders**, liquiditeitsverschaffer in Exchange Traded Products (ETP's), rapporteerde cijfers over het vierde kwartaal 2017 die zoals verwacht een licht herstel toonden in vergelijking met het derde kwartaal 2017. Het Net Trading Income (NTI) steeg op kwartaalbasis naar € 39,3 miljoen, een toename van 24% ten opzichte van Q3 2017 (€ 31,7 miljoen). De hiervoor verhandelde ETP Traded Value steeg met 1% naar € 164 miljard, waardoor voor het gehele boekjaar 2017 deze ETP Traded Value uitkwam op € 685,8 miljard, een stijging van 7% in vergelijking met FY 2016 (€ 640,1 miljard).

Flow Traders won marktaandeel in 2017: de ETP Value Traded voor de gehele markt nam vorig jaar met 13% af. De EBITDA-marge steeg in Q4 2017 naar 34% (Q3 2017: 24%) en lag voor geheel 2017 eveneens op 34% (FY 2016: 47%). De winst per aandeel 2017 bedroeg € 0,85 (2016: € 1,98), waarvan een contant dividend van € 0,65 per aandeel wordt uitbetaald, hetgeen een pay-out ratio van 76% impliceert.

2017 was voor Flow Traders een jaar met lastige marktomstandigheden door het vrijwel ontbreken van koersvolatiliteit. De lage volatiliteit had een negatieve invloed op zowel de omloopsnelheid van de ETF's als op de marges (de spreads tussen bied- en laatkoersen). Hiermee is 2017 een goede testcase geweest om te zien wat de minimale

verdiencapaciteit is van Flow Traders. Zelfs onder moeilijke marktomstandigheden wist de onderneming te groeien en winstgevend te opereren. De sterke groei van de ETF-markt zorgde in 2017 bovendien voor een hoger winstpotentieel in de toekomst. Het management hield vorig jaar onverkort vast aan haar lange termijn strategie en bleef investeren in cruciale IT-infrastructuur, risk management en in het opleiden en aanstellen van jong talent.

Het aantal FTE's nam vorig jaar met 16% toe tot 394. 47% van deze stijging kwam door een toename in het IT personeel dat nu 37% van het totale personeel vormt. Ook de voorgenomen 15% minimale stijging in kosten voor groei gaat voornamelijk naar IT. In 2017 waren 44% van de vaste kosten IT-gerelateerd, inclusief IT-personeel loopt dit op tot 55%. Het management sprak tevens de verwachting uit dat Flow Traders per 31 maart a.s. zal voldoen aan de nieuwe, zwaardere kapitaalvereisten (CRR).

De onderneming kent in het nieuwe jaar een vliegende start: In Q1 2018 is na vijf weken reeds aanzienlijk (30-45%) meer verdiend dan het NTI van recordkwartaal Q3 2015 toen € 92,8 miljoen aan handelsinkomsten werd verantwoord. Terugkerende koersvolatiliteit en zeer hoge handelsomzetten lagen ten grondslag aan deze spectaculaire ontwikkeling. Het nieuwe recordkwartaal Q1 2018 legt een stevige basis voor FY 2018. Wij hebben de indruk dat gedurende het lopende boekjaar zich meer momenten van hoge koersvolatiliteit en aanzienlijke handelsomzetten zullen aandienen nu de rente internationaal oploopt en sommige beleggers/analisten waarschuwen voor een komende correctie op internationale aandelenmarkten.

Tegen deze achtergrond mag worden verwacht dat Flow Traders met haar professionele teams en eersteklas IT-infrastructuur en risk management goede resultaten moet kunnen overleggen. Zoals wij vorig jaar hebben aangegeven, vormt het aandeel Flow Traders een natuurlijke *hedge* tegen dalende beurzen. Immers, dalende beurzen gaan normaal gesproken gepaard met toenemende koersvolatiliteit en beurshandel doordat partijen zich moeten herpositioneren in de markt. Door de operationele *leverage* die Flow Traders heeft, zal dit leiden tot een exponentiële toename van de netto winst.

Ter illustratie: op 6 februari waren voor de meest liquide ETF's, zoals de SPDR, de spreads tweemaal zo hoog en lag de omloopsnelheid driemaal zo hoog als in januari. Dit moet automatisch leiden tot een handelsinkomen dat op zijn minst zes keer hoger ligt op die dag dan normaal. Deze *multiplier* zal voor complexere en minder liquide ETF's nog hoger liggen. Flow Traders is juist gespecialiseerd in de handel in deze producten.

Wij taxeren tentatief € 4,00 voor geheel 2018 waarvan een contant dividend van tenminste € 2,00 per aandeel (50% pay-out ratio) wordt uitgekeerd, ofwel een verwacht dividendrendement van bijna 6%.

De beurskoers van Flow Traders is gedurende de verslagmaand weliswaar met 65% gestegen naar € 33,70, maar bevindt zich daarmee slechts 5% boven de IPO-koers van € 32,- uit mei 2015 en noteert 35% onder de *all time high* koers van begin februari 2016 van € 51,59. Wij menen dat er nog een zeer ruim *re-ratings* potentieel voor Flow Traders resteert en wijzen in dit verband op de beurswaardering van de Amerikaanse *peer* Virtu Financial waarvan de beurskoers inmiddels ruim 15% boven de *all time high* koers van eind oktober 2015 staat en ruim 20 keer de verwachte winst 2018 noteert.

**ASM International (ASMI)**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde cijfers over het vierde kwartaal 2017 die aan de bovenkant van de consensusverwachting van analisten lagen. De omzet kwam uit op € 205,6 miljoen, een toename van 11% ten opzichte van Q3 2017 (€ 185,3 miljoen) en van 19% in vergelijking met hetzelfde kwartaal een jaar geleden (€ 172,6 miljoen). De brutomarge van 39,3% was licht lager dan in Q3 2017 (40,0%) en beduidend lager dan in Q4 2016 (44,9%), hetgeen het gevolg is van de uitlevering van meerdere Intrepid Epitaxy en PECVD-systemen. Deze relatief nieuwe systemen hebben initieel nog een lagere marge.

CEO Chuck del Prado verwacht een geleidelijk margeherstel in de loop van het huidige boekjaar. Het genormaliseerde nettoresultaat in Q4 2017 bedroeg € 45,5 miljoen en was € 2,1 miljoen lager dan in Q3 2017, met name als gevolg van een lager resultaat uit deelnemingen (het resterende 25% belang in ASM PT). Zoals bekend verkleinde ASMI het belang in ASM PT vorig jaar in twee stappen van 39% naar 25% hetgeen een boekwinst van € 184 miljoen opleverde. ASMI wendt de opbrengst van de verkoop van het 9%-pakket in ASM PT van begin november 2017 ten bedrage van circa € 445 miljoen aan om een eenmalig belastingvrij dividend van € 4,00 per aandeel ASMI uit te keren.

Daarnaast wordt het reguliere dividend met € 0,10 verhoogd naar € 0,80 per aandeel. Tenslotte kondigde het management een nieuw aandeleninkoopprogramma aan van € 250 miljoen. Per 23 februari 2018 hield ASMI uit eerdere

SBB's (*share buy backs*) voor in totaal 7,8 miljoen eigen aandelen in portefeuille. Op de komende jaarvergadering van maandag 28 mei a.s. zal de intrekking van 6 miljoen aandelen worden geagendeerd. ASMI is optimistisch ten aanzien van de nabije toekomst. Het bedrag van ontvangen orders bedroeg eind vorig jaar € 203,2 miljoen, hetgeen een stijging van 27% betekende ten opzichte van Q3 2017 (€ 160,4 miljoen) en van 15% in vergelijking met Q4 2016 (€ 176,9 miljoen).

Als outlook stelt ASMI in Q1 2018 een omzet van € 155 à 175 miljoen te gaan realiseren en voor Q2 2018 stelt men een versnelling in de richting van € 200 – 230 miljoen in het vooruitzicht. De orderingang in Q1 2018 wordt verwacht rond € 190 – 210 miljoen uit te komen. Volgens onderzoeksbureaus zal de voor ASMI relevante *wafer fab equipment market* dit jaar met een hoog enkelcijferig percentage groeien. ASMI is voornemens deze groei te overtreffen. Op basis van een verwachte winst per aandeel van € 3,65 in 2018 en een hoger contant dividend van € 1,00 per aandeel noteren de aandelen ASM International tegen de huidige beurskoers van € 59,90 aan 16,4x de getaxeerde winst bij een dividendrendement van 1,7%. Dit laatste rendement is uiteraard exclusief de eenmalige belastingvrije uitkering van € 4,00 per aandeel.

**BE Semiconductor Industries (Besi)**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde fraaie cijfers over het vierde kwartaal van 2017. De omzet bedroeg € 153,2 miljoen, weliswaar licht (4%) lager dan in het voorgaande kwartaal (€ 159,3 miljoen), maar 65% boven het niveau van het vergelijkbare Q4 2016 van € 93,1 miljoen. Betere marktomstandigheden, een toegenomen vraag naar de machines en applicaties van Besi en een hoger marktaandeel stonden aan de basis van de gunstige ontwikkeling. De brutomarge bedroeg 56,3% (Q3 2017: 58,7%) en lag iets onder druk als gevolg van valutaverhoudingen. Niettemin steeg de brutomarge met 3,1%-punt ten opzichte van Q4 2016 vanwege een versterkte marktpositie en een betere efficiency op het gebied van loonkosten.

De nettowinst kwam uit op € 43,6 miljoen (Q3 2017: € 52,9 miljoen; Q4 2016: € 19,7 miljoen), hetgeen eveneens een sterke onderliggende stijging impliceert. Over geheel 2017 toont Besi een zeer sterke groei. Omzet stijgt met 58% van € 375,4 miljoen naar € 592,8 miljoen, de EBITDA neemt toe van € 89,8 miljoen naar € 222,8 miljoen (+148%) en het netto resultaat klimt met 165% van € 65,3 miljoen naar € 173,2 miljoen. De netto kaspositie per ultimo 2017 bedroeg € 247,6 miljoen, ruim 47% hoger dan het niveau van een jaar eerder van € 168,1 miljoen. Gezien deze riant kaspositie is het geen verrassing dat Besi de volledige nettowinst uitkeert als contant dividend, per aandeel € 4,64 (2016: € 1,74).

Voor 2018 gaat Besi, net als sectoranalisten, uit van een voortgaande groei in de semiconductor sector. Volgens marktonderzoeksbureau VLSI zal de voor Besi relevante *assembly equipment market* in 2018 met ruim 18% groeien. Deze positieve verwachting wordt ook gereflecteerd in een krachtige orderingang bij Besi. In Q4 2017 ontving de onderneming orders ter waarde van € 149,4 miljoen, weliswaar 7,5% minder dan in Q3 2017, maar 63,5% boven het niveau van een jaar eerder (€ 91,4 miljoen).

Het management voorspelt voor Q1 2018 een omzet die 5% hoger dan wel lager zal uitkomen in vergelijking met Q4 2017 (€ 153,2 miljoen), een brutomarge in een bandbreedte van 55 – 57% (Q4 2017: 56,3%) en operationele kosten die circa 10 – 15% hoger liggen dan in Q4 2017 (€ 34,2 miljoen), doordat winstdelingsregelingen in het nu lopende kwartaal betaalbaar worden gesteld. Voor geheel 2018 hanteren wij voornemens een winst per aandeel van circa € 5,-, waarbij wij aantekenen dat de voorspelbaarheid van deze winst voor met name de tweede jaarhelft traditioneel laag is. Tegen de huidige beurskoers van € 81,- wordt thans 16,2x de verwachte winst 2018 voor aandelen Besi betaald. Uitgaande van een 100% pay-out ratio komt het dividendrendement alsdan op een aantrekkelijke 6,2%.

Technologiebedrijf **Nedap** rapporteerde uitstekende cijfers over boekjaar 2017. Er was een autonome opbrengstenstijging van 12% naar € 182,2 miljoen (2016: € 163,2 miljoen) en een groei van de wederkerende omzet uit abonnementen en onderhoudscontracten van 22% naar € 30,9 miljoen (2016: € 25,4 miljoen). Vanwege de verkoop is dochterbedrijf Nsecure per november 2017 met terugwerkende kracht gedeconsolideerd. Het resultaat van Nsecure tot aan de verkoopdatum was € 1,3 miljoen. Dit is – vermeerderd met de bij de verkoop gerealiseerde boekwinst van € 17,8 miljoen – in de winst- en verliesrekening verantwoord als € 19,1 miljoen 'Resultaat uit beëindigde bedrijfsactiviteiten'. Een gedeelte van de opbrengst wordt uitgekeerd in de vorm van een extra dividend van circa € 1,00 per aandeel. Het totaal dividend, inclusief het reguliere dividend, komt uit op € 2,50 per aandeel.

In 2017 heeft Nedap goede vooruitgang geboekt met het strategisch meerjarenplan *Changing Gears*. Dit programma zorgt voor meer focus op de activiteiten die leiden tot versnelling van de ontwikkeling van het bedrijf. Zo leidde de herinrichting van de *supply chain* ertoe dat de productie- en logistieke activiteiten binnen Nedap grotendeels zijn afgebouwd. Het gerapporteerde bedrijfsresultaat bedroeg vorig jaar € 9,9 miljoen (2016: € 10,7 miljoen). De eenmalige kosten in het bedrijfsresultaat bedroegen in totaal € 6,0 miljoen. Dit betrof € 3,5 miljoen verantwoord onder personeelskosten, € 2,3 miljoen bij overige kosten en € 0,3 miljoen aan bijzondere waardeverminderingen activa. In de overige kosten was ook een boekwinst van € 0,7 miljoen op de verkoop van materiële vaste activa opgenomen.

Het bedrijfsresultaat exclusief bovengenoemde eenmalige posten steeg met 31% naar € 15,9 miljoen, ofwel 9% van de opbrengsten (2016: € 12,2 miljoen, 7% van de opbrengsten). Nedap streeft naar een bedrijfsresultaat van tenminste 10% van de opbrengsten en zal deze doelstelling naar onze mening in het lopende boekjaar gaan realiseren.

De gang van zaken in de zeven marktgroepen geeft daar in elk geval alle aanleiding toe. Met uitzondering van de marktgroep Light Controls wisten alle zeven marktgroepen in 2017 een opbrengstenstijging te realiseren. Van de drie naar opbrengsten gemeten grootste marktgroepen realiseerde *Retail* opnieuw een hogere omzet, waaraan met name de groei in Noord-Amerika bijdroeg.

Zowel in de klassieke antiwinkeldiefstalmarkt als voor voorraadbeheersingssysteem op basis van RFID ziet Nedap volop commerciële kansen. De marktgroep *Livestock Management* boekte vorig jaar een fraaie omzetgroei. Sneller dan verwacht zorgden hogere melkprijzen voor herstel van de opbrengsten binnen de melkveehouderij. Door vertragingen in de bouw van stallen is een aantal grote projecten in de varkenshouderij doorgeschoven naar 2018. Ondanks de sterke toename in bestellingen bleven de opbrengsten bij de varkenshouderij hierdoor stabiel.

De marktgroep *Healthcare* heeft haar marktaandeel in zowel de ouderen- als de gehandicaptenzorg vergroot. Hierdoor zijn de opbrengsten in 2017 opnieuw flink toegenomen. Door haar voortdurende investeringen in productontwikkeling en betrokkenheid bij de zorgmarkt beschikt Nedap over een steeds krachtigere positie.

Voor 2018 voorziet het management voor alle marktgroepen een groei van de opbrengsten, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Uitgaande van een geschat opbrengstenniveau van circa € 200 miljoen in 2018 waarop een operationele marge van 10% wordt gerealiseerd, komt voor Nedap een getaxeerde winst per aandeel van circa € 2,40 in beeld. Tegen de huidige beurskoers van € 52,00 wordt thans 21,7x de verwachte winst voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement komt, bij een veronderstelde pay-out ratio van 80% op een aantrekkelijke 3,7%.

**Neways Electronics International**, actief in de Electronic Manufacturing Services (EMS) sector, rapporteerde redelijke cijfers over boekjaar 2017. De omzet steeg met 11,6% van € 393,2 miljoen naar € 438,7 miljoen, terwijl het genormaliseerde bedrijfsresultaat een verbetering van 20,5% toonde van € 12,7 miljoen naar € 15,3 miljoen. Vooral in de tweede helft van 2017 groeide het activiteitsniveau sneller dan verwacht. Dit had een hogere inzet van tijdelijke arbeidskrachten en in aanvang een lagere efficiëntie in de operatie en processen tot gevolg. In combinatie met aanloop- en inwerkeffecten en schaarste op de markt voor componenten was de verbetering in het netto resultaat beperkt.

Het netto resultaat steeg met 2,1% van € 9,7 miljoen naar € 9,9 miljoen. Dit was mede het gevolg van een significant hogere belastingdruk van 27,0% (2016: 13,2%). In 2016 werd de belastingdruk sterk bepaald door een bijzondere waardering van een belastingvordering in Duitsland van in totaal € 1,8 miljoen. In 2017 is het resterende bedrag van de verrekenbare tijdelijke verschillen, € 0,6 miljoen, geactiveerd.

De stijging van de netto omzet was vooral te danken aan een hogere omzet in de sectoren semiconductor en automotive, de laatste onder andere gedreven door activiteiten in e-mobility. E-mobility zal de komende jaren een belangrijke groeimotor van Neways worden. Neways is 3,5 jaar geleden gestart met de ontwikkeling van elektronica voor elektrisch vervoer, in het bijzonder (1) het laden van de batterijen en (2) het aansturen van de elektromotor. Momenteel levert Neways wekelijks duizenden units en is de productie nog verlieslatend.

Gezien de consensusverwachting in de markt dat in 2020 – 2022 circa de helft van alle auto's elektrisch zal zijn, wenkt er een fraai perspectief voor Neways dat technologisch voorop loopt in het relevante marktsegment. Naar zeggen van CEO Huub van der Vrande is Neways *single source* leverancier voor Volvo voor de *powertrain* van de e-car.

Vanaf 2020 zal Volvo geen brandstofmotoren meer uitleveren. Als enige zichtbare concurrent in E-mobility noemde Van der Vrande het beursgenoteerde IMI uit de Filippijnen. Neways sorteert in 2017 vóór op de komende fase van versnelde groei. Daartoe wordt stevig geïnvesteerd: in 2017 volgens de officiële cijfers een bedrag van € 6,6 miljoen,



echter feitelijk voor € 9 miljoen, omdat een nieuwe machine met een aanschafwaarde van € 2,4 miljoen eind 2017 werd geleverd maar pas dit jaar wordt betaald.

Voor 2018 is volgens CFO Paul de Koning wederom een investeringsbudget van circa € 9 miljoen begroot. Behalve expansie in China, Tsjechië en Duitsland, wordt momenteel ook een capaciteitsuitbreiding in Slowakije onderzocht. Het management is niet content met de huidige operationele performance die in 2017 tot een brutomarge van 3,5% leidde.

De Koning noemde drie lijnen waarlangs deze marge omhoog moet:

- Welke klanten dragen bij? Per werkmaatschappij wordt dit nu in kaart gebracht. Hierbij geldt een omzet van € 0,5 miljoen als ondergrens. Volgens Van der Vrande heeft Neways momenteel ruim 600 klanten, hetgeen impliceert dat de gemiddelde omzetomvang per klant slechts € 0,7 miljoen bedraagt. Het is een bekend gegeven dat voor een EMS-bedrijf de 80 – 20 regel geldt: 80% van de omzet/resultaat wordt door 20% van de afnemers gerealiseerd. Voor Neways geldt vermoedelijk een nog schevere verhouding gezien de grote omzetten bij ASML, Philips, VDL Groep, de Duitse automotivebedrijven en gespecialiseerde afnemers als Thermo Fisher Scientific, Siemens en Roche. Kortom, er zijn waarschijnlijk veel kleine, niet of nauwelijks renderende relaties die managementtijd vragen maar niet of onvoldoende aan de *bottom line* bijdragen. Desgevraagd liet Van der Vrande weten dat eind vorig jaar reeds van ruim 10 klanten afscheid is genomen.
- Continu aandacht voor productiviteit.
- Efficiënt kapitaalgebruik: aandacht voor werkkapitaalbeheer.

Intussen neemt het (omzet)momentum toe. De orderportefeuille per ultimo 2017 was met € 263,6 miljoen bijna 38% hoger dan de stand per eind 2016 van € 191,3 miljoen. Het lijkt daarom aannemelijk dat Neways in 2018 de omzetgrens van € 500 miljoen weet te benaderen of zelfs te overtreffen. Belangrijker is echter dat marge daarop verder verbetert. CFO De Koning stelde dat de marge dit jaar 'een stapje zal verbeteren'. De problematiek van de componentenschaarste is in de outlook de grote onbekende. Overigens lijkt Neways goed op weg om geleidelijk relevanter te worden in zowel omvang als winstgevendheid. Een taxatie van de winst per aandeel 2018 van € 1,15 (2017: € 0,86) en, bij een pay-out ratio van 40%, een dividend van € 0,46 per aandeel leidt bij de huidige beurskoers van € 17,- tot een waardering van 14,8x de getaxeerde winst en een verwacht dividendrendement van 2,7%.

**Kendron**, wereldmarktleider in de ontwikkeling en productie van elektromagneten, rapporteerde jaarcijfers 2017 die achterbleven bij de marktconsensus. Dit was het gevolg van een lagere omzet in Q4 2017 door een vroege afsluiting van de werkzaamheden bij de Duitse automotive klanten in de tweede helft van december. Deze problematiek speelde eerder op in Q4 2015, toen de Return on Sales (ROS) zelfs nog lager was dan in deze jaargang – 2,5% versus 5,5%. CEO Joep van Beurden stelde in een toelichting op de cijfers dat de decembermaand onvoorspelbaar is. Zelfs in de tweede week van december kan nog niet worden voorspeld hoe het hele jaar zal worden afgesloten. Q4 2016 was juist een jaar waarin de Duitse klanten langer 'open bleven' en een verhoudingsgewijs goede omzet en EBITA werden gerealiseerd met een ROS van 6,4%. Naar verwachting zal de gemiste omzet in Q1 2018 alsnog worden gerealiseerd. Overigens gaven de cijfers op jaarbasis voldoende comfort dat Kendron de doelstelling van een EBITA-marge van tenminste 10% per ultimo van dit jaar moet kunnen benaderen.

Bij een omzettoename van 4% van € 443,4 miljoen naar € 461,8 miljoen steeg de EBITA met 19% van € 31,1 miljoen naar € 37,0 miljoen. De ROS steeg van 7,0% naar 8,0%. In het kader van het strategisch plan *Simplify – Focus – Grow* blijft Kendron in het Simplify-segment aanvullende kostenbesparingen traceren.

In FY 2017 werden uiteindelijk € 5,1 miljoen eenmalige herstructureringslasten genomen (aanvankelijk: € 4,5 miljoen) waaruit jaarlijkse besparingen ten bedrage van € 5,0 miljoen (eerder: € 4,0 miljoen) voortkomen.

De industriële activiteiten (een derde van de groepsomzet) draaiden vorig jaar uitstekend met stevige verbeteringen in alle drie business units, waardoor de EBITA met 46% toenam van € 11,6 miljoen naar € 16,9 miljoen (EBITA-marge: van 7,6% naar 10,4%). De omzet steeg in deze sector met 7% naar € 162,5 miljoen. Met name is er een sterk groeiende vraag naar elektromagneten voor robotarmen. Automotive (twee derde van de groepsomzet) zag een omzetstijging van 3% naar € 299,3 miljoen. Deze groei werd met 2%-punten gedrukt door de sluiting van de productiefaciliteiten in India en Brazilië. De onderliggende ontwikkeling was zeker solide met een verdere *ramp up* van

het Billstein-schokdemperproject. Behalve aan Billstein levert Kendrion inmiddels schokdemper-systemen aan nog drie Tier-one producenten en aan acht verschillende merken op drie continenten.

De EBITA van Automotive steeg van € 19,9 miljoen naar € 20,8 miljoen met een bescheiden EBITA-marge verbetering van 6,8% naar 6,9%.

Van Beurden is er zich van bewust dat er in dit segment nog stevig moet worden doorgepakkt om de groepsdoelstelling van een EBITA-marge van tenminste 10% eind dit jaar te realiseren. Daarbij speelt dat Kendrion fors blijft investeren in nieuwe Automotive-projecten en in capaciteitsuitbreiding voor permanente elektronische schokdempers.

Vorig jaar werd € 28 miljoen geïnvesteerd, een stijging van 23% in vergelijking met 2016 (€ 23 miljoen).

CFO Frank Sonnemans stelde dat Kendrion dit groeitempo van de capex zal vasthouden in 2019 – 2020, derhalve ook +15 – 20% in beide jaren. Omdat de kost voor de baat uitgaat, zal de ingeschaalde margeverbetering iets later in de tijd gaan vallen. De winst per aandeel uit genormaliseerde activiteiten kwam uit op € 1,74 (2016: € 1,47).

Onze taxatie lag op € 1,85, zodat er een *underperformance* van 6% was. Het (keuze)dividend per aandeel werd, voor het eerst in drie jaar, verhoogd van € 0,78 naar € 0,87 per aandeel, waardoor de pay-out ratio terugliep van 53% naar het vertrouwde niveau van 50%.

Voor 2018 hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel van € 2,05, hetgeen eenzelfde stijging (+17%) impliceert als in 2017 ten opzichte van 2016 werd gerealiseerd. Tegen de huidige beurskoers van € 35,- wordt alsdan 17x de verwachte winst voor aandelen Kendrion betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 2,9%.

Financieel en technisch detacheerder **Brunel International** sloot boekjaar 2017 af met een tevredenstellend verlopen vierde kwartaal, waarin, voor de eerste maal in drie jaar tijd, de omzet niet afnam in vergelijking met hetzelfde kwartaal een jaar eerder. De omzet bedroeg € 210,2 miljoen (Q4 2016: € 210,6 miljoen), terwijl de brutowinst met 7% toenam van € 46,2 miljoen naar € 49,4 miljoen. Als gevolg van 2% lagere operationele kosten – € 43,0 miljoen versus € 44,1 miljoen – werd een EBIT van € 6,4 miljoen gerealiseerd (Q4 2016: € 2,1 miljoen).

Over geheel 2017 daalde de omzet met 11% van € 884,9 miljoen naar € 790,1 miljoen en kwam de brutowinst 2% lager uit op € 182,7 miljoen (2016: € 187,1 miljoen). Omdat de operationele kosten per saldo met 3% stegen van € 160,3 miljoen naar € 164,8 miljoen, daalde de EBIT met een derde van € 26,8 miljoen naar € 17,9 miljoen.

De gang van zaken bij Brunel International is voor een groot deel afhankelijk van de ontwikkelingen bij de energietak, die sinds kort als Brunel Global Business wordt aangeduid. Deze divisie is in de periode 2015 – 2017 door een diep dal gegaan, maar intussen gloort er licht aan het einde van de tunnel.

Over Q4 2017 werd nog een klein EBIT verlies van € 0,3 miljoen (Q4 2016: - € 3,3 miljoen) gemeld op een met 8% gedaalde omzet van € 92,1 miljoen (Q4 2016: € 100,4 miljoen). Door een bredere omzetspreiding, alsmede door de bijdrage van de Australische acquisitie SES mag voor 2018 op een bescheiden positief resultaat worden gerekend. Brunel Nederland kende een uitstekend vierde kwartaal 2017. Bij een omzettoename van 17%, gedreven door de *business lines* Engineering en IT, naar € 53,9 miljoen (Q4 2016: € 46,3 miljoen) werd een 97% hogere EBIT van € 5,3 miljoen behaald (Q4 2016: € 2,7 miljoen). Over geheel 2017 steeg de omzet met slechts 2% naar € 195,3 miljoen (2016: € 191,4 miljoen) en daalde de EBIT met 12% van € 12,9 miljoen naar € 11,3 miljoen.

Bij Brunel Duitsland haperde het herstel in Q4 2017 enigszins, zij het dat de vergelijking iets wordt vertekend door twee minder werkdagen. De omzet steeg met 2% naar € 54,7 miljoen (Q4 2016: € 53,6 miljoen), maar de EBIT liep met een derde terug naar € 3,6 miljoen (Q4 2016: € 5,5 miljoen), omdat de kosten van capaciteitsuitbreiding voor de baat uitgingen. Over geheel 2017 nam de omzet van Brunel Duitsland met 4% toe tot € 219,5 miljoen (2016: € 210,5 miljoen), maar daalde de EBIT met 11% van € 24,7 miljoen naar € 22,0 miljoen.

De belastingdruk daalde weliswaar van 56,2% naar 44,7%, maar bleef niettemin op een hoog niveau vanwege de afboeking van € 1,5 miljoen aan *deferred tax assets*. Als gevolg van de lagere EBIT in 2017 had deze afboeking een significante (10%-punt) impact op de belastingdruk.

De nieuw aangetreden CEO Jilko Andringa betoont zich positief ten aanzien van het lopende boekjaar. Met een fors hoger aantal directe medewerkers en gedetacheerden koersen Brunel Nederland en Duitsland aan op een sterke groei in de eerste maanden van 2018; voor Global Business wordt per saldo een winstgevend jaar voorzien, wat mogelijk positiever kan uitpakken indien er een verder herstel in de olie & gasmarkt plaatsvindt.

Wij taxeren voor 2018 een winst per aandeel van € 0,60 waaruit bij een onveranderde pay-out ratio van 100% een contant dividend van € 0,60 betaalbaar wordt gesteld. Tegen de huidige beurskoers van € 15,80 wordt 26x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Brunel International betaald en bedraagt het dividendrendement een aantrekkelijke 3,8%.

Handelshuis **Amsterdam Commodities (Acom)** meldde over 2017 een omzet van € 709,7 miljoen, een toename van 4% ten opzichte van 2016 (€ 682,3 miljoen). De EBITDA daalde met 5,6% van € 55,2 miljoen naar € 52,1 miljoen. De nettowinst liep met 5,5% terug van € 34,4 miljoen naar € 32,5 miljoen. Over de tweede helft van 2017 hield Acom weliswaar de omzetgroei van 4% op peil, deels door de acquisitie van notenhandelaar Delinuts per 5 mei 2017, maar moest een daling van ruim 12% in zowel de EBITDA als het nettoresultaat worden verantwoord.

De nettowinst over 2017 werd beïnvloed door eenmalige posten van in totaal € 0,7 miljoen (2016: nihil). Deze eenmalige posten betroffen herstructureringskosten ter waarde van € 0,2 miljoen en € 0,2 miljoen aan afschrijvingskosten voor geacquireerde immateriële activa, beide gerelateerd aan Delinuts. Tegenover deze kosten stond de wijziging van de vennootschapsbelastingtarieven in de Verenigde Staten, die resulteerde in een positief effect van € 1,1 miljoen op de nettowinst over 2017 als gevolg van de herwaardering van de latente belastingposities in Amerika. De druk op de resultaten in de tweede helft van het jaar was mede het gevolg van de verandering in wisselkoersen. In de eerste vier maanden van 2017 was de wisselkoers €/US\$ vergelijkbaar met 2016, maar verzwakte in de daaropvolgende maanden. De gemiddelde koers van de €/US\$ in 2017 was 1,130, tegen 1,107 in 2016. De wisselkoers had een negatief effect op de omzet (€ 5,9 miljoen) en de nettowinst (- € 0,2 miljoen).

Volgens Group Managing Director Allard Goldschmeding heeft Acom in 2017 opnieuw een zeer solide prestatie geleverd, ondanks uitdagende marktomstandigheden. De marktprijzen stonden in een aantal productgroepen onder druk en in een aantal gevallen was sprake van een verminderde vraag. Door de (nog) sterke US dollar in de eerste helft van het jaar en de snelle afzwakking in de tweede helft ontstond er onrust in de markten van Acom.

De grootste werkmaatschappij van Acom, Catz International in Rotterdam, actief in de handel in specerijen en noten, werd geconfronteerd met zeer uitdagende marktomstandigheden. De Filippijnen, de belangrijkste exporteur van gedroogde kokos, werden getroffen door superorkaan Nock-Ten die een groot aantal bomen beschadigde, gevolgd door insectenplagen die in diverse regio's de oogst aantastten. Als gevolg hiervan stegen de prijzen voor gedroogde kokos met gemiddeld 25%. Terwijl de prijzen van gedroogde kokos stegen, ging de daling van de prijzen van peper, die reeds was ingezet in 2016, in 2017 door met een verdere afname van 40%. Aan het eind van het jaar stonden de prijzen van peper op het laagste niveau in acht jaar, waardoor het winstpotentieel onder druk kwam te staan. Gedroogde groenten en zuidvruchten boden niet dezelfde handelskansen als in 2016 en hier werden lagere resultaten genoteerd. De prestaties in noten daarentegen waren uitstekend, met over het algemeen hogere prijsniveaus en een hoge vraag. Ondanks de marktomstandigheden en de lagere volumes wist Catz de totale brutomarge als percentage op het niveau van 2016 te houden. Met een winstgevendheid die lager lag dan het recordjaar 2016, maar nog altijd een van de hoogste was in de geschiedenis van het bedrijf, heeft Catz al met al een uitstekende prestatie geleverd.

Het segment Eetbare Zaden, waarin Red River Commodities in Noord-Amerika de dominante speler is, leverde per saldo bij een licht lagere omzet een circa 11% lagere EBITDA van € 16,7 miljoen op (2016: € 18,9 miljoen) op.

De theehandel van Van Rees boekte een licht hogere omzet van € 138 miljoen en een licht lagere EBITDA van € 5,7 miljoen (2016: € 6,0 miljoen). Tenslotte presteerde de Food Ingredients-tak uitstekend met een licht hogere omzet van ruim € 21 miljoen en een hogere EBITDA-bijdrage van € 3,7 miljoen.

Per saldo bedroeg de winst per aandeel vorig jaar € 1,327 (2016: 1,428) en werd een contant dividend van € 1,10 (2016: € 1,15) per aandeel voorgesteld. Tegen de huidige beurskoers van € 22,60 wordt daarmee 17x de gerealiseerde winst 2017 voor de aandelen Acom betaald en komt het dividendrendement op 4,9%.

Hoewel 2018 nog maar net van start is gegaan, is het begin van het jaar over het algemeen in lijn met het begin van 2017. Gezien de aard van de activiteiten van Acom is het niet mogelijk om marktontwikkelingen of resultaten te voorspellen. Wij hanteren voor 2018 vooralsnog een taxatie van de winst per aandeel van € 1,40 en een dividend van € 1,15 per aandeel. Daarmee kwalificeert Acom zich als een eersteklas defensief aandeel met een stevige positie in de middenmoot van de portefeuille.



Industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** presenteerde prima cijfers over boekjaar 2017. De omzet nam met 7% toe van € 2,522 miljard naar 2,694 miljard, waarvan 6%-punt autonome groei betrof. De EBITA steeg met 13% van € 298 miljoen naar € 336 miljoen, zodat de EBITA-marge omhoog ging naar 12,5% (2016: 11,8%).

De winst per aandeel steeg naar € 2,15 *bang in line* met onze prognose en lag 12% boven het niveau van 2016 (€ 1,92). Aalberts Industries realiseerde in alle vier bedrijfssegmenten groei, waarbij die in Industrial Technology met +16% van € 312,3 miljoen naar € 362,9 miljoen er bovenuit stak. In dit segment werd ook de hoogste EBITA-marge van 15,0% (2016: 14,8%) gehaald. Gemeten naar eindmarkten deed Aalberts Industries de beste zaken in de Automotive-sector (omzet +10% naar € 348 miljoen) en in de Semicon & Science bedrijfstak (omzet +48% naar € 102 miljoen). CEO Wim Pelsma betoonde zich ingenomen met de gerealiseerde performance en sprak van 'excellente resultaten'.

De balansverhoudingen van Aalberts Industries zijn daarbij onveranderd ijzersterk met een solvabiliteit van 52,0% (2016: 48,7%). De generatie van vrije cashflow was eens te meer indrukwekkend en bedroeg vorig jaar € 310 miljoen, een stijging van 13,6% in vergelijking met een jaar eerder (€ 273 miljoen).

Aalberts blijft stevig investeren, de capex bedroeg vorig jaar € 118,9 miljoen, ofwel 13% hoger dan een jaar eerder (€ 105,6 miljoen) en ruim hoger dan het niveau van de afschrijvingen (€ 86,9 miljoen). De ROCE (Return on Capital Employed) verbeterde van 14,7% naar 16,2%. Ondanks de overname van twee kleinere bedrijven aan het begin van het jaar, daalde de netto schuld van € 713 miljoen naar € 569 miljoen, waardoor de *leverage ratio* uitkwam op 1,3 (2016: 1,7). Aalberts Industries is al met al goed op weg om de doelstellingen van het in december jl. gepresenteerde 'Focussed Acceleration 2018 -2022 plan' te gaan realiseren. In concreto luiden deze als volgt:

- Gemiddelde autonome omzetgroei: > 3%
- EBITA-marge: > 14%
- Return on Capital Employed (ROCE): > 18%
- Free Cashflow Conversion Ratio: > 70%
- Leverage ratio: < 2,5
- Solvabiliteit: > 40%

Wij taxeren voor het lopende boekjaar een winst per aandeel van € 2,40, ofwel een stijging van 11,6% in vergelijking met het resultaat 2017. Tegen de huidige beurskoers van € 40,25 wordt 16,8x de verwachte winst voor aandelen Aalberts Industries betaald. Een ongewijzigde pay-out ratio van 30% geeft een verwacht dividendrendement van 1,8%.

Wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill** rapporteerde voorlopige cijfers over boekjaar 2017. De omzet kwam uit op € 36,3 miljoen, een stijging van 13% ten opzichte van het voorgaande jaar (€ 32,2 miljoen), zijnde een combinatie van autonome groei (+4%) en groei uit acquisities. De EBITDA kwam lager uit dan verwacht. Brill ging eerder uit van een *mid single digit* groei, maar uiteindelijk daalde de EBITDA met 6,5% van € 4,5 miljoen naar € 4,2 miljoen.

Als oorzaak voor het achterblijvende resultaat wijst scheidend CEO Herman Pabbruwe op hoger dan voorziene productiekosten die zich aan het einde van het boekjaar manifesteerden. Daarnaast besloot Brill om versneld af te schrijven, vanwege wijzigende verkooppatronen in haar afzetmarkt, terwijl ook de gekapitaliseerde ontwikkelingskosten in een hoger tempo worden afgeboekt. Deze laatste kostenpost zal qua invloed in de nabije toekomst overigens weer afnemen doordat er kostenbesparingen in de typografische verwerking tegenover staan.

Tenslotte zorgde de collectieve bedrijfs-CAO in november voor een tegenvaller aan de kostenkant. Tegenover de tegenvallers in de productiekosten stonden meevallers in het aanzienlijk efficiënter beheer van het werkkapitaal en de eerste EBITDA-bijdragen van de recente acquisities van Schönigh & Fink en Sense.

Gecorrigeerd voor eenmalige posten liet de EBITDA-marge in 2017 een lichte stijging zien. Het verbeterde werkkapitaalbeheer leidde per jaarultimo tot een hoger dan verwacht saldo liquiditeiten van € 3,8 miljoen, niettegenstaande aanzienlijke investeringen in content development, acquisities en de lagere EBITDA.

Het management is optimistisch ten aanzien van het lopende boekjaar. Er is sprake van een gezond groeiperspectief waardoor een tevredenstellende verbetering van de winstgevendheid binnen bereik ligt, waarbij wordt gestreefd naar een succesvolle integratie van de twee acquisities alsmede naar het verzilveren van de vorig jaar uitgevoerde investeringen. Wij gingen in onze oorspronkelijke taxatie van de winst per aandeel 2017 al uit van een lichte daling (van € 1,49 naar € 1,40) en passen deze nu neerwaarts aan naar € 1,35. Voor het lopende jaar menen wij dat een winst per

aandeel van € 1,60 haalbaar moet zijn. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 88% resulteert aansluitend een getaxeed dividend van € 1,41. Tegen de huidige beurskoers van € 32,- wordt 20x de getaxeerde winst voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en bedraagt het dividendrendement 4,4%.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 maart 2018 betreffen:

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

#### Vooruitzichten

De koersvolatiliteit op financiële markten is de achterliggende weken fors toegenomen. Dit heeft per saldo geleid tot een koerscorrectie van 5 – 10% op de Nederlandse aandelenmarkt. Tegelijkertijd is de verwachting dat de rentetarieven in de loop van dit jaar zullen gaan oplopen. Het perspectief op omzet- en winstgroei bij de deelnemingen in portefeuille blijft voor 2018 intussen veelbelovend. Wel dient rekening te worden gehouden met enige margedruk uit hoofde van de zwakkere US dollar en het Britse pond, alsmede met stijgende loonkosten. Daar staat tegenover dat de ondernemingen in de portefeuille de achterliggende periode aanzienlijke investeringen in toekomstige groei hebben gedaan, waarbij de kost voor de baat uitging. Wij verwachten dat het rendement op deze investeringen deels zichtbaar zal worden in het lopende boekjaar.

De kalender van de jaarcijfers ziet er als volgt uit:

- dinsdag 6 maart: TKH Group
- woensdag 7 maart: Hunter Douglas
- vrijdag 9 maart: Accell Group
- donderdag 15 maart: Sif Group en Koninklijke Brill (nabeurs)
- donderdag 7 juni: Lucas Bols (gebroken boekjaar)

Per eind februari noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 14,3x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam, Hilco Wiersma, Willem Burgers en Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 5 maart 2018

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