

MAANDBERICHT OVER JANUARI 2018

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt is in januari overtuigend gestart. De AEX-Index steeg 2,9% naar 560,52, de Amsterdam Midkap Index klom 1,3% naar 845,38 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 1,1% toe op 1099,29.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in januari 4,4% van € 55,57 naar € 58,03. Het fondsvermogen per 1 februari 2018 bedroeg € 111,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 110,9 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten bedroeg per eind januari 0,9% van het fondsvermogen.

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

Beurskoers	€ 58,33
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 58,03
Fondsvermogen	€ 111.850.458
Aantal uitstaande aandelen	1.927.299

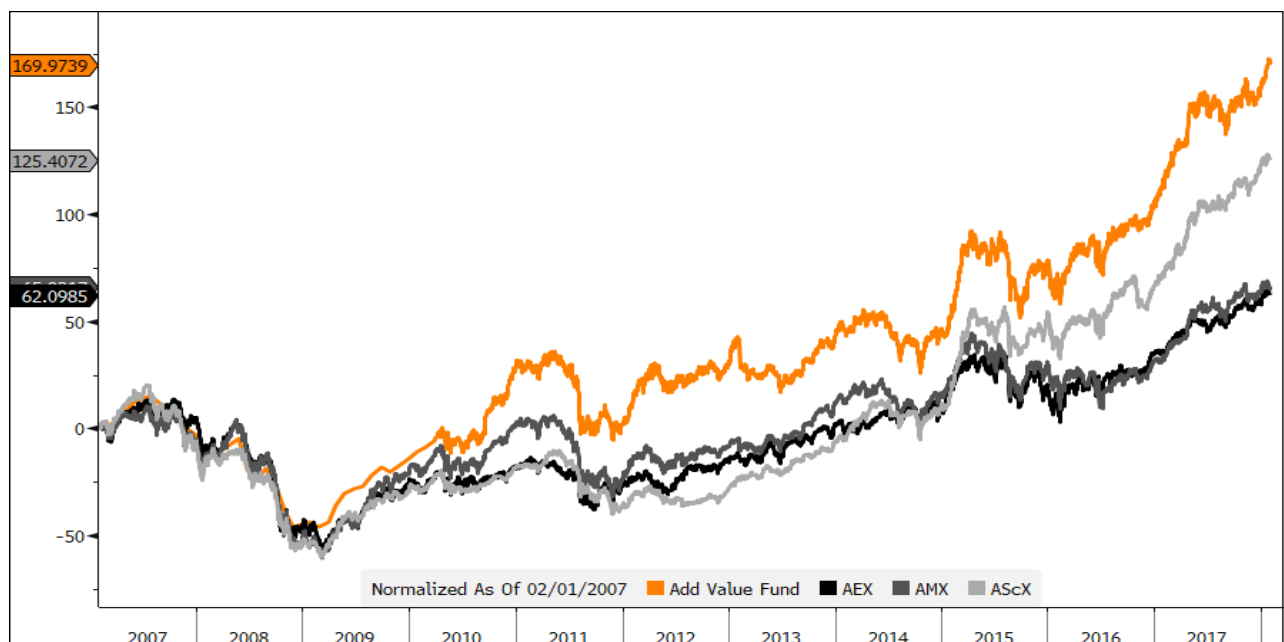
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+4,43	+169,97
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	+2,93	+62,10
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	+1,34	+65,93
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	+1,10	+125,41

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/1/2018

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/1/2018)

Peildatum: 31/1/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+131,9	+41,2	+14,9	+10,9
2.	Neways Electronics Int.	+70,1	+29,6	+20,0	+23,1
3.	Kendrion	+61,0	+17,6	+12,7	+5,5
4.	TKH Group	+42,6	+3,6	-7,4	+1,2
5.	Nedap	+42,4	+29,2	+25,5	+12,8
6.	Aalberts Industries	+35,6	+19,2	+3,9	+3,8
7.	ASM International	+27,1	+14,0	+0,8	+2,8
8.	Hunter Douglas	+22,8	-3,8	+2,4	-1,7
9.	Koninklijke Brill	+22,5	-3,6	-9,6	-5,9
10.	Acomo	+20,9	-1,0	+3,2	+3,1
11.	Accell Group	+7,3	-9,5	-11,1	-0,6
12.	Lucas Bols	+6,6	-6,6	-4,4	-0,3
13.	Brunel International	-2,8	+21,5	+8,1	+3,8
14.	Sif Group	-10,0	-12,4	-10,7	-2,9
15.	Flow Traders	-37,7	-21,2	-5,6	+0,8

- 1) In januari realiseerden 10 van de 15 participaties (= 67%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 12 van de 15 participaties (= 80%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **Neways Electronics** en **Nedap** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze outperformance was feitelijk een *re-rating* van twee smallcaps die in 2018 een behoorlijke autonome omzet- en resultaatverbetering moeten kunnen realiseren;
- 3) **Koninklijke Brill** was de minst presterende participatie in de portefeuille. Er was geen specifieke oorzaak voor de mindere performance in de verslagmaand. Wel is vanwege de nieuwe MiFid II regelgeving de tick size van het aandeel Brill, ofwel de maximaal gehanteerde spread tussen de bied- en de laatkoers, per 2 januari jl. verruimd van € 0,01 naar € 0,20.

Mutaties in de portefeuille

In januari hebben wij de positie in **Nedap** in bescheiden mate gereduceerd. Daarentegen breidden wij de belangen in **ASM International**, **Flow Traders** en **Neways Electronics International** verder uit.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas, wereldmarktleider in de ontwikkeling, productie en verkoop van raambekleding, maakte bekend een belang van 80% in de Deense onderneming Debel te hebben verworven. Debel heeft 60 medewerkers en realiseert op jaarbasis een goed winstgevende omzet van naar schatting € 20 miljoen. Debel is marktleider in raambekleding die wordt verkocht via het segment van de grotere doe-het-zelf ketens. Voor Hunter Douglas is dit een kleinere overname die de positie van de groep in Scandinavië verder versterkt. In 2016 realiseerde Hunter Douglas een omzet van US\$ 2.821 miljoen en een nettowinst van US\$ 203 miljoen. Over 2017 zal de omzet boven US\$ 3,1 miljard uitkomen, gedragen door de acquisities van Levolor & Kirsch (USA) in 2016 en van Hillarys (UK) in 2017. De winst per aandeel zal volgens onze taxatie licht stijgen van € 5,29 naar € 5,50 (+4%). Voor 2018 voorzien wij een sterkere stijging, met name vanwege het naar verwachting achterwege blijven van herstructureringslasten en een lagere belastingdruk. Tegen de huidige beurskoers van € 70,- worden de aandelen Hunter Douglas verhandeld op 12,7x de getaxeerde winst 2017 en rond 10x de verwachte winst 2018. Bij een veronderstelde pay-out ratio van ruim 33% komt het dividendrendement op 2,6%. Hunter Douglas presenteert de jaarcijfers 2017 op woensdag 7 maart a.s.

Swiss Reinsurance Company Ltd. (Swiss Re) – een van de grootste herverzekeraars ter wereld – gaat 48 van zijn gebouwen uitrusten met AEOS, het toegangscontrolesysteem van technologiebedrijf **Nedap**. Dit geavanceerde systeem is gebaseerd op Mifare DESfire-kaarttechnologie en geeft alleen werknemers met de juiste bevoegdheden toegang tot specifieke gebouwen. Bij AEOS staat een optimale fysieke toegangscontrole centraal. Lokale partners dragen zorg voor de installatie van de AEOS-technologie in de 48 gebouwen van Swiss Re. Zij worden hierbij ondersteund door het Global Client Programma van de marktgroep Nedap Security Management.

In 2013 werd Nedap Security Management door Unilever gekozen als leverancier voor de beveiliging van 20.000 deuren in meer dan 800 vestigingen van de was- en voedingsmiddelenproducent over de hele wereld. De Deense multinational Danfoss is internationaal leverancier van klimaatregeltechnologie, koeltechniek, elektronische aandrijftechnieken en industriële componenten. Zij is werkzaam voor klanten in verschillende industriële sectoren in ruim 100 landen en heeft ruim 25.000 medewerkers in dienst. Na een competitief selectieproces met de top van de internationale beveiligingsindustrie heeft Danfoss in 2013 Nedap als wereldwijd partner voor fysieke beveiliging gekozen. Onderdeel van dit partnership was het door Nedap ontwikkelde software gebaseerde beveiligingssysteem AEOS. Sindsdien worden de verschillende Danfoss-sites geleidelijk aangesloten op het AEOS-platform.

Dit is een typische samenwerking voor de lange termijn, waarmee Danfoss zich verzekert van een up-to-date beveiligingsoplossing door de gehele organisatie. Dergelijke strategische partnerships versterken het middellange termijn verdienmodel van Nedap, omdat een toenemend deel van de opbrengsten het karakter van wederkerende opbrengsten krijgt.

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. Hierbij dient te worden bedacht dat de winstbijdrage van Nsecure, eind vorig jaar verkocht aan Unica, van bruto circa € 2,5 miljoen, komt te vervallen. Tegen de huidige beurskoers van € 48,00 wordt thans 20x de verwachte winst voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement komt, bij een veronderstelde pay-out ratio van 80% op een aantrekkelijke 4,0%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	13,4%
ASM International	13,0%
Flow Traders	10,8%
BE Semiconductor Industries	10,4%
Nedap	10,1%
TKH Group	8,1%
Neways Electronics International	7,5%
Kendrion	6,7%
Brunel International	4,1%
Sif Group	3,8%
Overige 5 participaties	11,2%
Liquiditeiten en overige	0,9%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Na de sterke start in januari volgde begin februari een technische koerscorrectie nadat de rente wereldwijd naar nieuwe hoogtepunten steeg. Deze rentestijging komt niet onverwacht, omdat de economische groei in de geïndustrialiseerde wereld op een hoog toerental draait en de centrale banken de monetaire stimuleringsprogramma's hebben stopgezet

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

dan wel gaan afbouwen. Hierbij moet worden aangetekend dat de nominale renteniveaus in West-Europa nog altijd uitzonderlijk laag zijn en dat een geleidelijke verdere stijging van de tarieven in het vervolg van dit jaar alleszins aannemelijk is. Een scenario van oplopende rente behoeft niet persé negatief te zijn voor aandelenbeleggingen. Immers, vooral vastrentende beleggers worden dan geconfronteerd met verliezen op hun obligatiebeleggingen. Zij kunnen dit potentiële verlies afwenden door een switch te maken naar hoger renderende, goed gekapitaliseerde aandelenbeleggingen, hetgeen in vakjargon wel *The Great Rotation* wordt genoemd.

Het is in dit kader van groot belang dat de betreffende aandelenbeleggingen resultaten overleggen die niet achterblijven bij de marktverwachting. Vanaf volgende week zullen de deelnemingen uit de portefeuille van Add Value Fund de cijfers over het vierde kwartaal 2017 en daarmee de jaarcijfers over het afgelopen jaar bekendmaken, alsmede de verwachtingen voor 2018. Dit kan worden beschouwd als een soort lakmoesproef voor onze 15 participaties. Wij hebben er alle vertrouwen in dat zij deze test glansrijk zullen doorstaan en voorzien een gunstig perspectief voor het lopende boekjaar en daarna.

De kalender van de jaarcijfers ziet er als volgt uit:

- vrijdag 9 februari: Flow Traders
- donderdag 15 februari: Acomo, Besi en Nedap (nabeurs)
- woensdag 21 februari: Kendrion
- donderdag 22 februari: Neways Electronics International
- vrijdag 23 februari: Brunel International
- woensdag 28 februari: Aalberts Industries en ASM International
- 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)

Het middellange termijnperspectief van de ondernemingen in onze portefeuille blijft onverminderd positief. Wel houden wij dit jaar rekening met enige margedruk uit hoofde van de in waarde gestegen euro ten opzichte van de US dollar en het Britse pond. Daartegenover staat dat de ondernemingen in de portefeuille door de verhoogde investeringen van de afgelopen periode een versterkte basis voor winstgroei in 2018 en 2019 hebben gelegd. Daarnaast zullen de bedrijven die actief zijn in Amerika - dat zijn al onze participaties behalve Sif Group - in 2018 fors minder belasting gaan betalen wat de winstgroei nog verder zal ondersteunen.

Per eind januari noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 15,6x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 3,5%. Dit laatste rendement is exclusief eenmalige uitkeringen. In 2018 zijn ASMI en Nedap voornemens eenmalige dividenduitkeringen te doen, voortkomend uit de verkoop van respectievelijk een 9%-belang in ASM PT (opbrengst € 450 mln) en van beveiligingsbedrijf Nsecure (opbrengst € 25 mln).

Dit zal bij benadering leiden tot een extra dividenduitkering van respectievelijk € 6,00 per aandeel ASMI en van € 1,50 per aandeel Nedap. Op portefeuille-niveau geeft dit een extra bruto rendement van circa 1,3%-punt. Kortom, zowel de liquiditeit als het winstpotentieel van de portefeuille mag als aantrekkelijk worden betiteld.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 6 februari 2018