

MAANDBERICHT OVER JULI 2018

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt toonde in de maand juli een verdeeld beeld. De AEX-Index steeg 4,1% naar 574,24 en de Amsterdam Midkap Index klom 1,4% naar 786,73. De Amsterdam SmallCap Index daalde daarentegen met 2,8% naar 1054,06.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juli 4,9% van € 54,75 naar € 52,06. Over de eerste zeven maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van -4,9%.

Het fondsvermogen per 1 augustus 2018 bedroeg € 113,8 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 109,3 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind juli 4,0% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 52,32
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 52,06
Fondsvermogen	€ 113.801.346
Aantal uitstaande aandelen	2.185.815

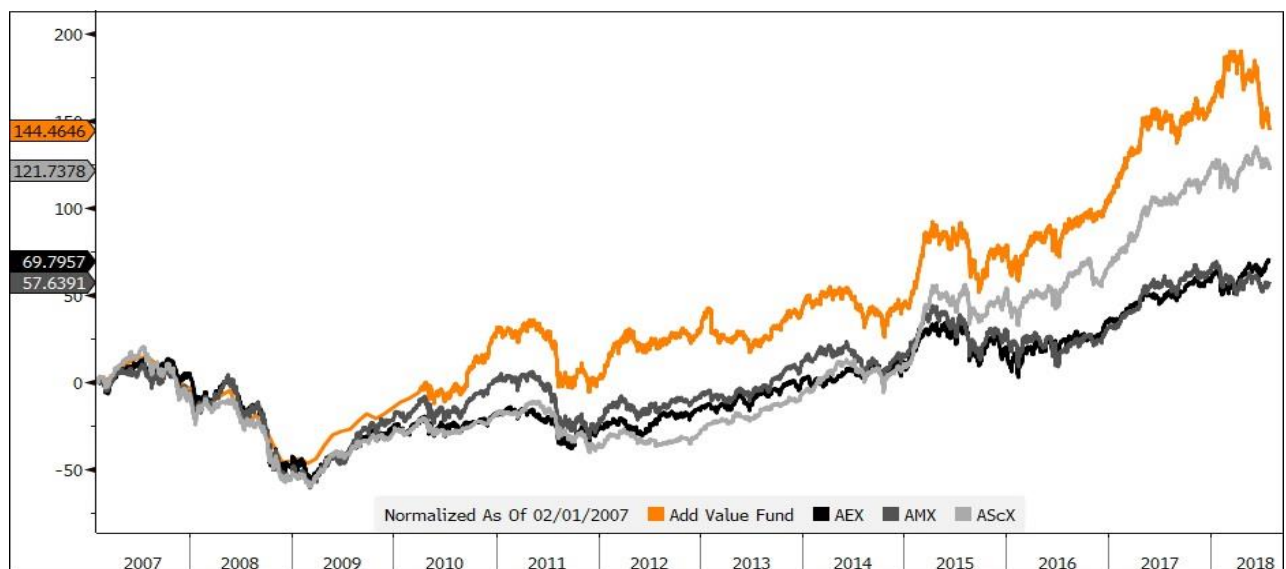
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	-4,88%	+144,46
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	+7,81	+69,80
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-3,72	+57,64
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	-0,55	+121,74

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/7/2018

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/7/2018)

Peildatum: 31/7/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Nedap	+18,9	-8,0	-8,3	+1,3
2.	Brunel International	+7,8	-11,3	-6,0	-3,4
3.	Aalberts Industries	+5,1	-11,8	-5,0	-5,4
4.	TKH Group	+3,6	0,0	+2,2	-1,6
5.	Kendrion	+2,8	-12,6	+10,6	+5,7
6.	Flow Traders	-0,7	+26,0	-20,8	-23,8
7.	ASM International	-2,8	-14,7	-0,5	+4,4
8.	Sif Group	-7,9	+5,1	-5,1	+5,7
9.	Neways Electronics Int.	-8,2	-29,2	-12,8	-5,2
10.	Hunter Douglas	-11,1	-7,6	+4,1	+4,4
11.	Koninklijke Brill	-14,5	-11,4	-20,0	-3,3
12.	Lucas Bols	-14,6	-8,6	-4,0	-1,7
13.	Acomo	-20,1	-19,3	-9,3	-14,5
14.	Accell Group	-30,9	-23,6	-8,2	-2,7
15.	BE Semiconductor Ind.	-32,2	-52,0	-35,1	-19,8

- 1) In juli realiseerden 5 van de 15 participaties (= 33%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren eveneens 5 van de 15 participaties (= 33%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Kendrion** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze *outperformance* had geen specifieke oorzaak en loopt vooruit op de komende Capital Markets Day van 15 augustus a.s.;
- 3) **Flow Traders** en **BE Semiconductor Industries** waren de minst presterende deelnemingen in de portefeuille. Flow Traders presenteerde halfjaarcijfers die licht achterbleven bij de marktconsensus. BESI presenteerde solide halfjaarcijfers, maar zag de orderintake en omzetverwachting voor Q3 2018 achterblijven bij de marktverwachting. Voor zowel Flow Traders als BESI zien wij een onveranderd fraai toekomstperspectief op middellange termijn.

Bedrijfsnieuws

ASM International – Halfjaarcijfers

Bedragen in € miljoen	Q2 2018	Q2 2017	% change	Q1 2018	% change
Omzet	208,7	214,5	-3	159,0	+31
Brutomarge (%)	42,1	43,4	-130 bps	37,8	+430 bps
Bedrijfsresultaat	38,3	42,7	-10	11,8	+225
Genormaliseerde nettowinst	62,4	60,6	+3	18,8	+232
Orderintake	175,9	205,9	-15	206,5	-15

Chipmachineproducent ASM International rapporteerde tweede kwartaalcijfers die in lijn met de marktconsensus lagen. Zoals aangegeven bij de presentatie van de cijfers over Q1 2018 herstelde de brutomarge zich in het afgelopen kwartaal tot ruim boven 40%. Voor Q3 2018 voorspelt ASMI een omzetniveau van € 180 – 200 miljoen en een orderintake van € 200 – 230 miljoen. CEO Chuck del Prado houdt onverkort vast aan de prognose dat de onderneming in 2018 de *wafer fab equipment market* zal *outperformen* welke volgens onderzoeksbureaus dit jaar met een *mid to high single digit* percentage zal groeien. Bij dit alles is nog van belang dat ASMI op 7 augustus jl. nog eens € 4,00 per

aandeel belastingvrij uitkeerde aan aandeelhouders, als onderdeel van het distribueren van een deel van de verkoopopbrengst van het in 2017 verkochte pakket ASM PT-aandelen.

Nadat ASMI eind maart het laatste inkoopprogramma van eigen aandelen van € 250 miljoen afrondde – in de periode 22-9-2017 t/m 29-3-2018 werden 4.353.292 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 57,43 – is de onderneming in juni gestart met een nieuw inkoopprogramma van wederom € 250 miljoen. In de periode 6 juni t/m 3 augustus zijn daartoe in totaal 2.040.750 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 48,83 per aandeel, voor een aankoopbedrag van € 99,6 miljoen. Hiermee is 39,9% van het inkoopprogramma afgerond.

Op de eind mei gehouden aandeelhoudersvergadering kreeg het bestuur toestemming om maximaal 2 maal 10% eigen aandelen in te kopen, waarvan het thans lopende programma de eerste fase belichaamt.

Nu de beurskoers van ASMI 26% onder de hoogste jaarkoers van € 63,- (op 12 maart 2018) noteert, kan worden berekend dat bij een voortgaande SBB (share buy back) tegen de huidige beurskoers bij afronding van het huidige programma – naar verwachting begin november 2018 – circa 10% van de uitstaande aandelen zal zijn ingekocht. Gezien het feit dat de onderneming de prognose voor FY 2018 vooralsnog intact laat en er overigens ook geen signalen zijn van een sterke neerwaartse bijstelling van de vooruitzichten in de sector, betekent dit impliciet een hefboom op de groei van de winst per aandeel. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2018 niettemin voorzichtigheidshalve op circa € 3,90. Tegen de huidige beurskoers van € 46,50 wordt 11,9x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen ASMI betaald en bedraagt het dividendrendement 1,9% uitgaande van het reguliere dividend van € 0,90 per aandeel.

Hunter Douglas – H1 2018

Bedragen in US \$ miljoen	Q2 2018	Q2 2017	% change	H1 2018	H1 2017	% change
Omzet	974,2	809,1	+20	1.792,6	1.512,8	+18
EBIT	116,9	87,0	+34	161,0	127,4	+26
<i>EBIT-marge (%)</i>	<i>12,0</i>	<i>10,8</i>	<i>+120 bps</i>	<i>9,0</i>	<i>8,4</i>	<i>+60 bps</i>
Nettowinst	89,6	64,8	+38	122,7	99,5	+23
<i>Netto marge (%)</i>	<i>9,2</i>	<i>8,0</i>	<i>+120 bps</i>	<i>6,8</i>	<i>6,6</i>	<i>+20 bps</i>
Winst per aandeel (€)	2,15	1,70	+26	2,93	2,63	+11

Hunter Douglas, de wereldmarktleider in raambekleding en een toonaangevende producent/distributeur van architectonische producten zoals plafond- en gevelsystemen, rapporteerde halfjaarcijfers van uitstekende kwaliteit. Opvallend was de krachtige versnelling van omzetgroei en winstgevendheid in het tweede kwartaal van het lopende boekjaar. Noord-Amerika en Europa zijn met respectievelijk 47% en 41% van de groepsomzet de twee thuismarkten van Hunter Douglas en goed voor het leeuwendeel van de nettowinst. Het vorig jaar overgenomen Hillarys (Verenigd Koninkrijk) voegde 10% toe aan de groepsomzet. Zonder meer sterk was de versnelling van de volumegroei in Europa van +3% in Q1 2018 naar +4% in Q2 2018 en vooral die in Noord-Amerika van +6% in Q1 2018 naar +11% in Q2 2018. In een toelichting op de cijfers meldde CFO Leen Reijtenbagh dat in alle sectoren goede voortgang werd geboekt.

In dit kader was vermeldenswaard dat ook de performance van het in 2016 overgenomen Levolor & Kirsch (L&K) goed was, nadat in zowel 2016 als 2017 forse bedragen moesten worden geïnvesteerd om de kwaliteit van L&K in de richting van het groepsgemiddelde te brengen. L&K is marktleider in Noord-Amerika met de verkoop van raambekledingsproducten aan het Big Box-segment, waarin spelers als Home Depot en Lowe's opereren.

Tot de acquisitie van L&K in 2016 was HD nauwelijks actief in dit segment van de markt, terwijl de vorige eigenaar – Newell's Rubbermaid – onvoldoende in de onderneming had geïnvesteerd, zodat een inhaalslag moest worden gemaakt.

Overigens blijft HD ook los van L&K doorgaan met investeren: in H2 2018 zal naar verwachting een bedrag van US\$ 73 miljoen worden gestoken in versterking van de organisatie (H2 2017: US\$ 70 miljoen), waarmee op jaarbasis de teller op US\$ 140 miljoen (FY 2017: US\$ 130 miljoen) uitkomt. Ter vergelijking: de afschrijvingen bedragen dit jaar naar verwachting US\$ 85 miljoen (FY 2017: US\$ 80 miljoen).

Voor H2 2018 voorziet het management een voortzetting van de groei in Europa, Noord-Amerika en Azië en verbeterde economische omstandigheden in Latijns Amerika. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2018 van € 6,50 naar circa € 7,00 (2017: € 5,56). Daarbij de kanttekening dat in het resultaat 2018 een boekwinst is begrepen op de verkoop van de Noord-Amerikaanse plafondproductie activiteiten aan CertainTeed, een divisie van het Franse Saint Gobain, voor een niet nader genoemde verkoopprijs. Deze activiteiten kenden in 2017 een omzet van US\$ 36 miljoen, waarbij 100 medewerkers zijn betrokken. Tegen de huidige beurskoers van € 70,- wordt 10,0x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Indien wordt uitgegaan van een stabiele pay-out ratio van 33% van de nettowinst, bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,3%.

Flow Traders – H1 2018

Bedragen in € miljoen	Q2 2018	Q2 2017	% change	H1 2018	H1 2017	% change
Net trading income	53,8	46,7	+15	266,9	95,0	+181
- EMEA (Europa)	32,4	35,0	-7	81,9	65,7	+25
- Americas	14,7	8,3	+77	167,4	21,3	+684
- APAC (Azië)	6,7	3,4	+97	17,7	8,0	+122
EBITDA	19,4	17,0	+14	153,3	35,2	+335
Nettowinst	17,2	12,5	+38	126,8	26,1	+386
Winst per aandeel (€)	0,37	0,27	+37	2,73	0,56	+388
Dividend per aandeel (€)				1,35	0,30	+350

De tweede kwartaalcijfers van ETP-liquidity provider Flow Traders bleven enigszins achter bij de marktverwachting. Het Net trading income werd verwacht tussen € 55 – 60 miljoen, maar bleek op € 53,8 miljoen te zijn uitgekomen. Echter, in vergelijking met Q2 2017 werd groepsbreed een goede performance gerealiseerd, waarbij de toegenomen koersvolatiliteit op financiële markten in combinatie met de autonome groei van Flow Traders (FT) positief uitpakte. Na het zeer sterke Q1 2018, toen FT vooral op de Noord-Amerikaanse markt profiteerde van de gunstige marktomstandigheden, was Q2 2018 een kwartaal waarin een meer gemiddeld resultaat werd behaald.

De financiële positie van FT is zeer sterk, waarbij er per medio 2018 een overschot aan kapitaalruimte van € 179 miljoen aanwezig was. Daarom was de onderneming ook in staat een fraai interim dividend van € 1,35 per aandeel aan te kondigen (pay out-ratio: 49,5%). Ook structureel ontwikkelt FT zich goed: er werd een stijging van 5% van het aantal handelsplatforms waarop FT opereert gemeld, er werd met 10% meer tegenpartijen zaken gedaan en het aantal ETP's waarin een markt wordt onderhouden steeg met 8% tot boven 6.000 in vergelijking met eind vorig jaar.

De onderneming spreekt zich traditioneel niet uit over het te verwachten jaarresultaat. Wij hanteren een winst per aandeel-taxatie van circa € 3,50 voor het 2018 (2017: € 0,85). Tegen de huidige beurskoers van € 25,00 wordt thans 7,1x de verwachte winst voor de aandelen Flow Traders betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 7,0%, uitgaande van een 50%-pay out ratio.

Nedap – H1 2018

Bedragen in € miljoen	H1 2018	H1 2017	%-verandering
Omzet	96,7	87,5	+10
Recurring omzet	17,9	14,6	+22
Bedrijfsresultaat	10,0	6,9	+46
EBIT-marge (%)	10,4	7,9	+250 bps
Nettowinst	8,8	4,8	+82
Winst per aandeel (€)	1,37	0,72	+90

Technologiebedrijf Nedap rapporteerde sterke halfjaarcijfers 2018. Nadat de afgelopen jaren in het teken stonden van de herinrichting van de *supply chain*, waarmee aanzienlijke buitengewone lasten waren gemoeid, lijkt 2018 het jaar te

worden waarin het nieuwe, meer gefocuste Nedap zichtbaar wordt met een gezonde autonome opbrengstengroei en een *double digit* EBIT-marge. In H1 2018 droegen de marktgroepen Healthcare, Identification Systems, Livestock Management en Staffing Solutions bij aan de omzetgroei. De marktgroep Light Controls liet een stabiele omzetontwikkeling zien, terwijl Retail en Security Management een daling lieten zien.

Met name Healthcare en Livestock Management presteerden sterk. De gezonde omzetgroei van de marktgroep Healthcare heeft zich in H1 2018 verder voortgezet. Naast groei van het marktaandeel in de ouderenzorg versterkt de marktgroep ook haar marktpositie in de geestelijke gezondheidszorg (GGZ) en de verstandelijk gehandicaptenzorg. De omzet van de marktgroep Livestock Management, de automatisering van veehouderijprocessen op basis van individuele dieridentificatie, liet een duidelijke sprong zien ten opzichte van 2017. Aanhoudend goede marktomstandigheden in de wereldwijde melkwinningsector en een stijging van het marktaandeel hebben geleid tot een aanzienlijke omzetgroei in de melkveehouderij. Ook de omzet in de varkenshouderij vertoonde een goede groei, ondanks vertraging bij de bouw van een aantal grote reeds gecontracteerde projecten. Hoewel de omzet van de marktgroep Retail daalde ten opzichte van het uitstekende jaar 2017, is Nedap onverminderd sterk gepositioneerd om te profiteren van de ontwikkelingen in het retaillandschap. De interesse onder retailers voor de op RFID-gebaseerde voorraadbeheersingssysteem (ID Cloud) nam de afgelopen maanden sterk toe, wat onder meer blijkt uit het groeiend aantal retailers dat start met proefprojecten. Daar staat tegenover dat de omzet uit conventionele antiwinkeldiefstalsystemen op basis van RF-technologie afneemt.

De marktgroep Security Management, systemen voor toegangsbeheer en beveiliging, liet in H1 2018 een daling van de omzet zien. Dit valt te verklaren door het projectmatige karakter van de omzet, de onderliggende trend blijft positief.

Bij grote organisaties groeit de vraag naar het Nedap Global Client Program, speciaal ontwikkeld voor het succesvol wereldwijd implementeren van grootschalige toegangscontroleprojecten.

De Nedap-directie verwacht dat de omzet in H2 2018 een groei zal laten zien ten opzichte van dezelfde periode van 2017, onvoorziene omstandigheden daargelaten. Echter, het is onzeker of het groeitempo van H1 2018 kan worden doorgezet in H2 2018. Dit groeitempo is afhankelijk van het economische klimaat, de ontwikkelingen op specifieke markten en opdrachten van individuele klanten. Ook kan de omzet in H2 2018 worden beïnvloed door verstoringen in de *supply chain*, mede door de aanhoudende schaarste aan bepaalde elektronica-componenten.

Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel van € 2,40 naar circa € 2,50 (2017: € 2,02). Tegen de huidige beurskoers van € 46,70 wordt 18,7x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement komt op 4,3% uitgaande van een pay-out ratio van 80%.

BE Semiconductor Industries – H1 2018

Bedragen in € miljoen	Q2 2018	Q1 2018	%	Q2 2017	%	H1 2018	H1 2017	%
Omzet	161,1	154,9	+4	170,0	-5	316,0	280,2	+13
EBIT	59,3	48,6	+22	63,3	-6	107,8	94,1	+15
Nettowinst	47,2	37,1	+27	52,4	-10	84,3	76,7	+10
Winst per aandeel (€)	0,63	0,50	+26	0,70	-10	1,13	1,03	+10
Orderintake	86,3	205,8	-58	130,1	-34	292,1	369,9	-21

De halfjaarcijfers van chipmachinefabrikant Besi waren conform de op 3 juli jl. neerwaarts aangepaste prognose. Op halfjaarbasis werd over de gehele linie een *double digit* stijging gerapporteerd, zij het dat het stijgingstempo gedurende Q2 2018 reeds (sterk) terugliep. Met het annuleren eind juni van een order ter grootte van € 28 miljoen voor machines voor high end smartphone toepassingen, lijkt een korte neergaande fase in de investeringscyclus te zijn aangebroken. Voor Q3 2018 voorspelt het Besi-management een 25 tot 30% lagere omzet in vergelijking met Q2 2018, welke teruggang overigens deels een seizoensmatig karakter heeft.

De brutomarge zal naar verwachting in de bandbreedte 54-56% (Q2 2018: 56,5%) liggen. De operationele kosten komen volgens Besi op het niveau van Q2 2018 van € 31,8 miljoen uit. Daarmee koerst de onderneming af op een winst per aandeel over de eerste negen maanden van 2018 van circa € 1,43 (eerste 9 maanden 2017: € 1,59; eerste 9 maanden 2016: € 1,27). Tezelfdertijd announceerde het management kostenbesparende maatregelen om de

productiecapaciteit zoveel als mogelijk af te stemmen op de (tijdelijk) lagere marktvraag. Maar Besi bevindt zich thans in een aanzienlijk sterkere positie dan aan het begin van dit decennium, toen een neergaande fase in de cyclus altijd gepaard ging met operationele verliezen.

In deze traditioneel onzekere marktomgeving weet Besi al jarenlang aanzienlijk beter dan het marktgemiddelde te presteren. CEO Blickman vatte de succesformule van Besi tijdens de Analyst Day op 14 juni jl. in enkele *bullet points* samen:

- Continu accent leggen op de snelst groeiende niches in de markt van Advanced Packaging;
- Advanced Packaging wint steeds meer aan betekenis voor de zich nu snel ontwikkelende *digital society*;
- Besi heeft een voorsprong gecreëerd op het gebied van technologie, schaalomvang en productiesnelheid. CTO Boomsma presenteerde voorbeelden van nieuwe Besi-machines die tegen aanzienlijk hogere marges bij eindklanten worden geplaatst;
- Hierdoor stijgt het marktaandeel van Besi sterk, met name bij de grootste klanten (Intel, Samsung, TSMC, Apple) die leidend zijn bij de introductie van nieuwe technologieën;
- Besi neemt overtuigende stappen om de presentie in China te versterken. In deze markt zijn de eindklanten van Besi actief en wordt de komende vijf jaar een sterke groei voorzien, aangejaagd door de Chinese overheid. In 2013 had Besi nog geen productie in China, inmiddels wordt 18% van de omzet lokaal in China geproduceerd. Het streven is om dit percentage richting 50% te brengen, in lijn met de belangrijkste concurrenten, zoals ASM PT. Echter, het handhaven van een hoge bruto marge (streven: 53 – 57%) geniet prioriteit boven de doelstelling van het verhogen van het Chinese productieaandeel;
- Besi streeft er naar om de komende vijf jaar de kostenbasis met € 15 miljoen te verlagen, waarbij 40% van dit bedrag uit een verbetering van de *supply chain* moet komen, 35% uit productiviteitsverbetering (lees: minder medewerkers) en 25% uit een verbeterd productdesign;
- Besi houdt vast aan een attractief programma van kapitaalallocatie. Gegeven de ruime netto kaspositie en de sterke winstgevendheid, wordt ingezet op hoge contante dividenduitkeringen (tot 100% pay-out ratio), alsmede op de inkoop van eigen aandelen à € 90k per handelsdag.

NB: Na publicatie van de halfjaarcijfers kondigde Besi een nieuw Share Buy Back (SBB)-programma van € 75 miljoen aan met een looptijd tot oktober 2019, waarmee uitgaande van de huidige beurswaardering ruim 4% van de uitstaande aandelen zal worden ingekocht. Onder dit programma stijgt de inkoop van eigen aandelen naar € 204k per handelsdag. Daartegenover heeft Besi zich via de uitgifte van twee converteerbare leningen van in totaal € 300 miljoen – gemiddelde coupon: 1,33%, looptijd 6,5 jaar – verzekerd van een ruime oorlogskas voor eventuele acquisities en/of versnelde inkoop van eigen aandelen. Op deze wijze is Besi niet afhankelijk van externe financiers voor het geval de semiconductor-industrie in een scherpe neerwaartse correctie belandt.

Voor geheel 2018 gaan wij op basis van de huidige vooruitzichten uit van een winst per aandeel van € 1,75 - € 1,80. Dit impliceert dat over Q4 2018 een resultaat van € 0,32 - € 0,37 moet worden behaald. In deze optiek vindt in H2 2018 de correctiefase van de huidige cyclus plaats en zou de markt vanaf Q1 2019 weer kunnen gaan aantrekken. Een dergelijk patroon was eveneens zichtbaar in 2015 toen de resultaten en beurskoers van Besi in zes maanden tijd een scherpe correctie doormaakten, maar aansluitend een overtuigend herstel lieten zien.

De beurskoers van Besi is sinds de all time high koers eind maart met ruim 55% gedaald en heeft daarmee het effect van de tijdelijke omzet- en winstafname naar onze mening ruimschoots verdisconteerd.

Vooralsnog wordt geen scherpe correctie in de Advanced Packaging-markt voorzien die een verdere koersdaling zou rechtvaardigen. Integendeel, vanaf komend jaar zal naar verwachting de eerste fase van conjunctuurherstel weer inzetten met zicht op omzestijging en margeverruiming. Tegen de huidige beurskoers van € 20,- wordt slechts 11,3x de verwachte winst 2018 voor de aandelen betaald en bedraagt het dividendrendement een zeer aantrekkelijke 8,9%. Tegen deze aantrekkelijke waardering breiden wij ons belang in Besi uit naar circa 10%-weging van de portefeuille. Hiermee bekleedt Besi thans de vierde positie in de portefeuille.

Acomo – H1 2018 (in € miljoen)

	H1 2018	H1 2017	% verandering
Omzet	335,9	354,2	-5
EBITDA	25,1	28,4	-12
Nettowinst	15,5	17,4	-11
Solvabiliteit (%)	51,9	53,4	-150 bps
ROE, Return on Equity employed (%)	16,5	18,8	-230 bps
Winst per aandeel (€)	0,630	0,714	-12
Dividend per aandeel (€)	0,40	0,40	0

Amsterdam Commodities, handelshuis in specerijen, noten, eetbare zaden, thee en voedingsingrediënten, boekte lagere resultaten in het eerste halfjaar 2018. Lage handelsprijzen in een aantal belangrijke productgroepen en focus op de korte termijn onder afnemers vanwege de onzekere uitkomst van besprekingen met betrekking tot invoerheffingen in diverse landen, leidden tot een 11% lagere nettowinst in vergelijking met dezelfde periode van 2017. Dit resultaat wordt door de Raad van Bestuur niettemin betiteld als 'solide onder uitdagende marktomstandigheden' en toont de kracht van de deskundigheid van de handelsteams, de wereldwijde diversiteit van de portfolio en de solide posities in de waardeketen, met een voortdurende focus op het toevoegen van waarde.

In de eerste vier maanden van het halfjaar was de US dollar aanmerkelijk zwakker ten opzichte van de euro in vergelijking met H1 2017. De gemiddelde €/US\$ wisselkoers van 1,210 in H1 2018 was 11,7% zwakker dan in H1 2017 (1,083). Dit had een negatief effect op de gerapporteerde omzet (- € 15,5 miljoen) en nettowinst (- € 0,7 miljoen).

Met uitzondering van de kleine divisie Voedingsingrediënten, waar een onveranderd EBIT-resultaat van € 1,75 miljoen werd gerealiseerd, boekten alle segmenten lagere resultaten in vergelijking met dezelfde, zeer gunstige, periode een jaar geleden. Specerijen en noten zag de EBIT met 14% afnemen van € 14,2 miljoen naar € 12,2 miljoen, terwijl Eetbare zaden een daling van bijna 18% noteerde van € 8,0 miljoen naar € 6,6 miljoen.

Werkmaatschappij Van Rees (handelshuis in thee) zag de EBIT met ruim 21% afnemen naar € 2,3 miljoen (H1 2017: € 2,9 miljoen). Het management geeft traditioneel geen prognose voor het jaarresultaat van de Groep gezien de onvoorspelbaarheid van de handelsactiviteiten.

Wij vermoeden dat H2 2018 minder zwak zal zijn dan de eerste jaarhelft, waarbij de gunstige valuta-omrekening in het voordeel van Acomo speelt. Per saldo taxeren wij een winst per aandeel 2018 van € 1,25 (2017: € 1,33), waaruit een dividend van € 1,00 per aandeel kan worden uitgekeerd. Tegen de huidige beurskoers van € 20,- wordt daarmee 16x de getaxeerde winst voor het lopende boekjaar betaald voor de aandelen Acomo en komt het dividendrendement op een aantrekkelijke 5,0%.

Aalberts Industries – H1 2018 (in € miljoen)

	H1 2018	H1 2017	% verandering
Omzet	1.387	1.368	+1
Bedrijfsresultaat (EBITA)	179,2	169,8	+6
EBITA-marge (%)	12,9	12,4	+50 bps
Nettowinst voor amortisatie	130,2	117,0	+11
Solvabiliteit (%)	49,5	46,8	+270 bps
Leverage ratio	1,7	1,9	
Investerings	57,1	55,3	+3
Winst per aandeel (€)	1,18	1,06	+11

Industrieel toeleverancier Aalberts Industries rapporteerde een solide set halfjaarcijfers. De omzet nam autonoom met 5,2% toe. De gerapporteerde omzettoename bedroeg +1,4%, omdat de valuta-invloed -3,4%-punt negatief was en de gesaldeerde acquisitie-desinvesteringscomponent -0,4% bedroeg. In het kader van de bedrijfsstrategie *Focused*

Acceleration werden activiteiten met een (omzet)bedrag van € 40 miljoen gedesinvesteerd en werden twee *bolt-on* acquisities gedaan. In mei werd PEM (Protection Electrolytique des Métaux) in Frankrijk overgenomen. PEM telt drie productievevestigingen nabij Lyon en is een specialist op het gebied van technologie voor bewerking van metaaloppervlakte. Het bedrijf richt zich met name op de auto- en luchtvaartindustrie en realiseert een jaaromzet van circa € 22 miljoen met 180 medewerkers.

Eind juli volgde de overname van het zeer winstgevende Nederlandse bedrijf VAF Instruments. Deze in Dordrecht gevestigde onderneming heeft een jaaromzet van circa € 20 miljoen en telt 85 medewerkers. VAF Instruments is volgens Aalberts een belangrijke toeleverancier voor de top-100 scheepswerven en is wereldmarktleider in maritieme meet- en regelsystemen. De overnamesom van beide acquisities wordt voldaan uit bestaande kredietlijnen. Beide acquisities zullen naar verwachting direct bijdragen aan de winst per aandeel van Aalberts Industries.

Van de vier business units presteerde Industrial Technology het meest overtuigend. Bij een omzetsijging van 10% van € 175,7 miljoen naar € 193,9 miljoen, werd een EBITA van € 30,5 miljoen gerealiseerd, hetgeen een stijging van 20% betekende in vergelijking met het resultaat uit H1 2017 toen € 25,4 miljoen werd verantwoord. De EBITA-marge van Industrial Technology steeg dientengevolge van 14,5% naar 15,7%.

Het naar omzet gemeten grootste segment, Installation Technology, meldde een omzetsdaling van 2% naar € 575,9 miljoen, ofschoon de autonome groei een solide +7% bedroeg. Hier speelde het valutatranslatie-effect een dominante rol. De EBITA van Installation Technology liep eveneens met 2% terug naar € 71,2 miljoen (H1 2017: € 72,7 miljoen). De investeringen stegen licht van € 55,3 miljoen naar € 57,1 miljoen (+3,3%), maar zullen in H2 2018 sterker toenemen, omdat Aalberts de eerdere investeringsprognose voor geheel 2018 handhaafde op € 130 – 170 miljoen.

De Return on Capital Employed (ROCE) steeg van 14,5% naar 15,2%, terwijl de leverage ratio (Net debt/EBITDA) van 1,9 terugliep naar 1,7. De solvabiliteit verbeterde van 46,8% naar 49,5%.

Het management handhaafde de eerdere prognose voor geheel 2018 en voorziet voortgaande duurzame winstgevende groei. Wij handhaven onze prognose van de winst per aandeel 2018 van € 2,40, hetgeen een stijging van 11,6% impliceert ten opzichte van het resultaat 2017 van € 2,15. Tegen de huidige beurskoers van € 38,30 wordt 16,0x de verwachte winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald en bedraagt het bijbehorende getaxeerde dividendrendement 1,9%.

Accell Group – H1 2018

Bedragen in € miljoen	H1 2018	H1 2017	%-verandering
Omzet	635,9	634,0	+0,3
Bedrijfsresultaat	42,7	47,5	-10
EBIT-marge (%)	6,7	7,5	-80 bps
Nettowinst	25,5	26,3	-3
Werkkapitaal (% omzet)	34,1	30,2	+390 bps
Vrije kasstroom	-10,0	35,8	
ROCE (%)	6,2	11,8	-560 bps
Winst per aandeel (€)	0,97	1,01	-4

Fietsenproducent Accell Group rapporteerde halfjaarcijfers 2018 die redelijk in lijn lagen met de marktconsensus. De ondernemingsleiding beschouwt 2018 als een transitiejaar waarin de organisatiestructuur wordt aangepast om slimmer te opereren en de winstgevendheid uiteindelijk te verbeteren. De kosten lopen hier voor de baten uit. In Nederland daalde de omzet in H1 2018 met ruim 10% van € 123 miljoen naar € 110 miljoen. Deze teruggang was deels het gevolg van het stopzetten van de levering van fietsen aan Fietswinkel.nl alsook van een aantal vertraagde innovaties.

In Duitsland steeg de omzet met ruim 13% van € 191 miljoen naar € 213 miljoen door een hogere afzet van sportieve elektrische fietsen van de merken Haibike, Ghost en Lapierre. De verkoop van reguliere fietsen lag in H1 2018 lager dan vorig jaar.

In Overig Europa (met name Engeland, Frankrijk, Zwitserland en Oostenrijk) zorgden hogere verkopen van e-MTBs van de merken Haibike, Ghost en Lapierre voor een omzetsijging van 1,4% van € 248 miljoen naar € 251 miljoen.

In Noord-Amerika daalde de omzet met 22,5% van € 57 miljoen naar € 44 miljoen als gevolg van het verlies van een grote Multisportklant eind 2017. De omzet in het segment Overige landen is beperkt (circa € 14 miljoen) en nam af als gevolg van de minder gunstige economische situatie in Turkije.

Voor de tweede helft van 2018 voorziet het management een verdere omzetgroei door hogere e-bike verkopen en high-end reguliere fietsen. Het werkkapitaal per einde boekjaar 2018 zal naar verwachting een forse verbetering laten zien ten opzichte van de hoge stand per ultimo juni van dit jaar. Op basis van deze ontwikkelingen wordt voor geheel 2018 een stijging van de netto omzet en een hoger bedrijfsresultaat verwacht, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2018 op € 0,95 (2018: € 1,00), mede omdat wij een aanvullende reorganisatievoorziening in H2 2018 niet uitsluiten. Accell Group hanteert ambitieuze financiële doelstellingen voor de middellange termijn. Voor 2022 wordt een omzetniveau van € 1,5 miljard nagestreefd, een EBIT-marge van 8,0%, een werkkapitaal (% van de omzet) < 25% en een Return on Capital Employed (ROCE) van tenminste 15%. In het komende post-transitie boekjaar moet duidelijk worden of Accell Group in staat is deze doelstellingen te benaderen. Tot die tijd handhaven wij een bescheiden weging (1%) in de portefeuille.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	15,2%
Hunter Douglas	13,6%
Flow Traders	12,3%
Nedap	8,3%
TKH Group	8,0%
BE Semiconductor Ind.	7,8%
Neways Electronics International	6,3%
Kendrion	5,8%
Sif Group	5,5%
Brunel International	3,6%
Overige 5 participaties	9,6%
Liquiditeiten en overige	4,0%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Onze portefeuille is de afgelopen tweeënehalve maand geconfronteerd met een golf van winstnemingen. Daarvoor zijn niet zo zeer bedrijfsspecifieke oorzaken aan te wijzen als wel een brede verslechtering van het algemene markt sentiment. De dreigende handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China/West-Europa, alsmede de politieke spanningen in Europa (Italië, Duitsland, UK – Brexit) hebben beleggers in een defensieve positie gedwongen.

Deze toenemende onzekerheid is aanleiding om de toekomstige economische perspectieven terughoudender in te schatten. Bijgevolg is de voorspelbaarheid van (de groei van) de bedrijfswinsten aanmerkelijk verslechterd. In een dergelijk extern (beurs)klimaat is een koerscorrectie een logisch gevolg.

Zolang zich echter geen escalatie in de externe omstandigheden aandient, is een voortzetting van de gunstige omzet- en winstgroei – zeker op de kortere termijn – alleszins aannemelijk.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Het tweede deel van de rapportage van halfjaarcijfers, waarbij TKH Group en Brunel International op dinsdag 14 augustus de aftrap geven, zullen wat dit betreft een nadere indicatie geven.

Op de inmiddels sterk verlaagde beurskoersen, is de waardering van onze portefeuille ontegenzeggelijk uiterst attractief geworden. Per eind juli noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 13,7x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 3,9%.

Het spreekt voor zich dat wij onze getaxeerde winsten voortdurend *up-to-date* houden en reeds enigszins neerwaarts hebben aangepast in het licht van afgenomen consumenten- en producentenvertrouwen. Wij gaan geleidelijk onze ruime liquide positie inzetten om optimaal te profiteren van de huidige aantrekkelijke waarderingen ter beurse.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 9 augustus 2018