

## MAANDBERICHT OVER JUNI 2018

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt sloot de maand juni per saldo met licht lagere koersen af. De AEX-Index verloor 0,1% op 551,68, de Amsterdam Midkap Index daalde 1,6% op 776,37 en de Amsterdam SmallCap Index steeg licht met 0,1% op 1088,33.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juni 5,9% van € 58,17 naar € 54,75. Over de eerste zes maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van 0,0%.

Het fondsvermogen per 2 juli 2018 bedroeg € 119,1 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 112,4 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind juni 5,6% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 juli 2018 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 55,02
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 54,75
Fondsvermogen	€ 119.068.555
Aantal uitstaande aandelen	2.174.686

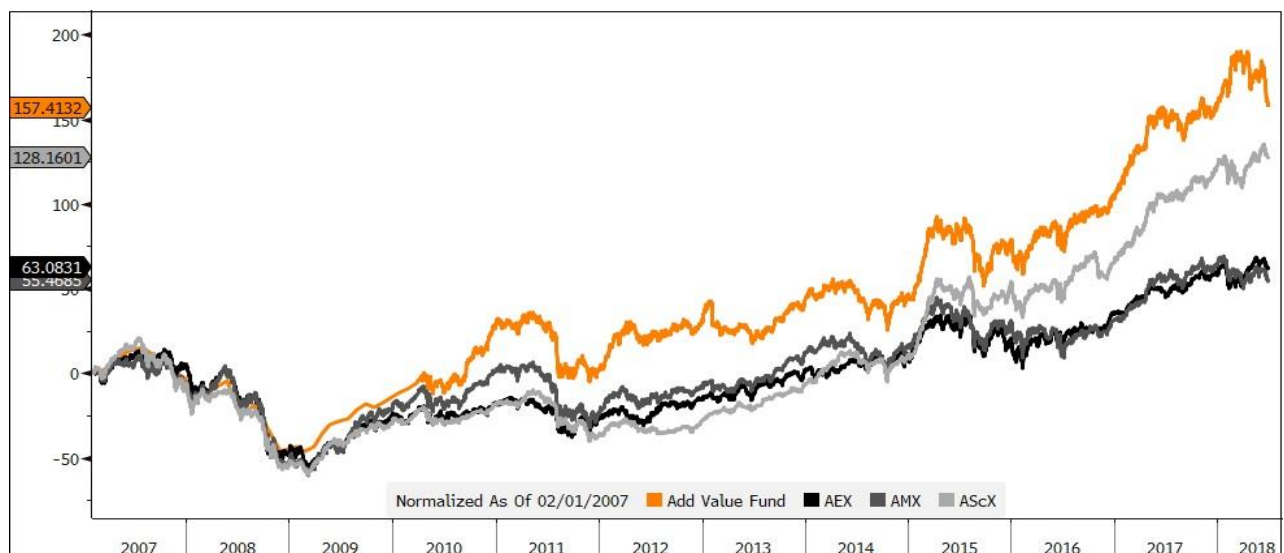
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	-0,03%	+157,41
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	+3,55	+63,08
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-5,05	+55,46
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	+2,33	+128,16

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 29/6/2018

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/6/2018)

Peildatum: 29/6/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Flow Traders	+38,0	+66,6	-3,8	-8,4
2.	Brunel International	+18,4	-4,6	-2,6	-8,6
3.	Aalberts Industries	+17,7	-3,2	-0,8	-2,0
4.	Nedap	+16,9	+2,4	-10,9	0,0
5.	TKH Group	+11,8	+2,8	+4,6	-5,4
6.	BE Semiconductor Ind.	-0,8	-33,7	-44,2	-19,4
7.	Kendrion	-2,2	-12,8	+5,4	-3,0
8.	Neways Electronics Int.	-3,5	-8,1	-19,6	-8,4
9.	ASM International	-7,1	-16,0	-20,1	-5,0
10.	Koninklijke Brill	-8,0	-13,8	-12,1	-5,6
11.	Sif Group	-10,6	-3,5	-11,5	-7,7
12.	Hunter Douglas	-15,5	-13,0	-2,8	-3,4
13.	Lucas Bols	-16,6	-7,3	-4,4	-2,5
14.	Acomo	-17,7	-2,7	+10,1	+0,6
15.	Accell Group	-36,2	-21,9	+3,3	+1,6

- 1) In juni realiseerden 2 van de 15 participaties (= 13%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 5 van de 15 participaties (= 33%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Accell Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze *outperformance* had geen specifieke oorzaak en volgde op een langdurige periode van *underperformance*.
- 3) **BE Semiconductor Industries** was de minst presterende deelneming in de portefeuille. Shortverkopen door *hedgafunds* en *redemptions* vanuit ETFs, waartegen de onderliggende aandelen moesten worden verkocht, zorgden voor een forse en versterkte koersdaling. Vanuit fundamenteel oogpunt blijven wij onverminderd positief ten aanzien van de perspectieven voor winstgroei van de producent van machines voor de back-end van de chipindustrie.

Bedrijfsnieuws

**ASM International** – Start inkoopprogramma eigen aandelen

Nadat chipmachineproducent ASMI eind maart het laatste inkoopprogramma van eigen aandelen van € 250 miljoen afronde – 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 29 juni zijn daartoe in totaal 812.515 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 51,20 per aandeel, voor een aankoopbedrag van € 41,6 miljoen. Hiermee is 16,6% van het inkoopprogramma afgerond. De huidige beurskoers van € 44,80 van ASMI impliceert een 12,5% lagere waardering dan de gemiddelde aankoopkoers van de afgelopen maand.

De presentatie van CEO Del Prado tijdens de AvA van vorige maand bevestigde het beeld dat ASMI onverkort vasthoudt aan de prognose dat de onderneming in 2018 de *wafer fab equipment* markt zal *outperformen*, welke volgens onderzoeksbureaus dit jaar met een *high single digit* percentage zal groeien. Bij dit alles is voorts van belang dat ASMI op 8 augustus a.s. nog eens € 4,00 per aandeel belastingvrij zal uitkeren aan aandeelhouders, als onderdeel van het distribueren van een deel van de verkoopopbrengst van het in 2017 verkochte pakket ASM PT-aandelen. Dit betekent dat op de aandelen die ASMI de komende vier weken inkoop, begin augustus alweer een rendement van circa 9% kan worden bijgeschreven. ASMI heeft op de AvA toestemming gekregen om 6 miljoen eigen aandelen, zogenaamde

*treasury shares*, in te trekken, zodat het aantal winstgerechtigde aandelen structureel daalt. Op de vergadering kreeg het bestuur bovendien 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 liefst 29% 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 verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2018 daarom van € 3,75 naar € 3,90 (+4%). Tegen de huidige beurskoers van € 44,80 wordt 11,5x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen ASMI betaald en bedraagt het dividendrendement 1,8% uitgaande van het reguliere dividend van € 0,80 per aandeel.

### BE Semiconductor Industries - Analyst Day

Bedragen in € miljoen	FY 2017	FY 2018tax	%
Omzet	592,8	615,0	+4
EBITDA	223,0	225,0	+1
Nettowinst	173,0	163,0	-6
Winst per aandeel (€)	2,32	2,01	-13
Dividend per aandeel (€)	2,32	2,01	-13

Wij waren aanwezig op de Analyst Day van Besi, vooraanstaand toeleverancier van machines aan de halfgeleiderindustrie. CEO Richard Blickman en CTO Ruurd Boomsma gaven wederom een duidelijk inzicht in de stand van zaken bij de snel groeiende onderneming en de tendensen in de bedrijfstak van machines voor het backend gedeelte van de semiconductor-industrie. Daarbij was veel aandacht voor het cyclische aspect van de betreffende markt. De meest recente cijfers van onderzoeksbureau VLSI gaven een hoger dan verwachte groei van +23,9% voor 2017 voor de Assembly Equipment Market, terwijl de voorspelling voor 2018 neerwaarts werd aangepast van +12,2% naar +7,7%.

Voor 2019 gaan marktvoorsers uit van een (cyclische) daling van de markt, waarna in 2020 de eerste fase van de nieuwe opgaande cyclus zou moeten aanvangen. Wel dient bij deze cijferreeks te worden opgemerkt, dat aanpassingen geregeld voorkomen en dat de voorspelbaarheid van de bestedingen van eindafnemers traditioneel beperkt blijft tot de komende één à twee kwartalen. In deze traditioneel onzekere marktomgeving weet Besi al jarenlang aanzienlijk beter dan het marktgemiddelde te presteren. CEO Blickman vatte de succesformule van Besi 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. 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.

Het management toorde ten tijde van de Analyst Day niet aan eerdere prognoses voor de korte termijn. Voor Q2 2018 werd een omzetgroei van 10-15% ten opzichte van Q1 2018 voorzien. Echter, op 3 juli jl. werd deze prognose neerwaarts bijgesteld naar een omzettoename van ongeveer +4% als gevolg van het annuleren van een klantenorder ter grootte van € 28 miljoen aan het einde van Q2 2018. Hieruit volgt dat de omzet over H1 2018 naar verwachting met ongeveer 13% zal toenemen in vergelijking met H1 2017, waar de aanvankelijke stijging circa +17% betrof.

In Q2 2018 zullen de operationele kosten naar verwachting circa 5-10% zijn gedaald in vergelijking met Q1 2018 door minder bonusafdrachten, waardoor de operationele winst in dit kwartaal verhoudingsgewijs hoger moet zijn uitgekomen. Hierdoor zal het halfjaarresultaat van Besi, uitgaande van deze prognose, een stijging van circa 2 - 3% laten zien in vergelijking met dezelfde periode van 2017, per aandeel: € 1,06 vs € 1,03.

Voor geheel 2018 gaan analisten uit van zowel een lagere omzet als een lager resultaat, enerzijds omdat H2 2017 een zeer sterke periode was en anderzijds omdat de signalen van een afnemende bedrijvigheid in de sector toenemen.

Dit beeld zet zich door naar 2019, hetgeen zich voor Besi naar onze mening zal vertalen in een daling van de winst per aandeel naar globaal € 1,75 (2018tax circa € 2,00).

De beurskoers van Besi is sinds eind maart met ruim 50% gedaald en heeft daarmee een behoorlijk voorschot genomen op het afgenomen winstmomentum.

Vooralsnog wordt geen scherpe correctie in de Advanced Packaging-markt voorzien die een verdere koersdaling zou rechtvaardigen. Integendeel, vanaf 2020 zal naar verwachting de eerste fase van conjunctuurherstel weer inzetten met zicht op omzetstijging en margeverruiming. Wij houden daarom vast aan de hoge weging van Besi in de portefeuille. Tegen de huidige beurskoers van € 20,- wordt slechts 10x de verwachte winst 2018 voor de aandelen betaald en bedraagt het dividendrendement een zeer aantrekkelijke 10%.

#### Lucas Bols – FY 2017/18 (bedragen in € miljoen)

	FY 2017/2018	FY 2016/2017	%-verandering	%-verandering autonoom
Omzet	92,2	80,5	+14,5	+1,8
Brutowinst	57,1	48,4	+18,0	+3,1
Brutomarge	62,0%	60,1%	190 bps	70 bps
EBIT	23,6	18,2	+29,6	
Genormaliseerde nettowinst	14,7	12,3	+20,1	
Gerapporteerde nettowinst	20,4	15,1	+35,5	
Vrije operationele kasstroom	18,7	17,5	+6,9	
Winst per aandeel (€)	1,18	0,98	+20,4	
Dividend per aandeel (€)	0,60	0,57	+5,3	

*Lucas Bols is het oudste gedistilleerd merk ter wereld en een van Nederlands oudste nog actieve bedrijven. In de afgelopen meer dan 440 jaar is Lucas Bols meester geworden in de kunst van het distilleren, mixen en blenden van likeuren, jenever, gin en wodka. Het portfolio van Lucas Bols bestaat uit meer dan 20 premium en superpremium*

*merken die gebruikt worden als basis voor cocktails in cocktailbars over de hele wereld. De producten van Lucas Bols worden verkocht in meer dan 110 landen wereldwijd. Sinds 4 februari 2015 is Lucas Bols genoteerd aan Euronext Amsterdam en Add Value Fund is sindsdien aandeelhouder in de onderneming.*

Lucas Bols presenteerde goede jaarcijfers over het gebroken boekjaar 2017/18, eindigend per ultimo maart 2018. De autonome omzetgroei versnelde in de tweede helft van het boekjaar: van +0,5% in H1 naar +1,8% voor het gehele boekjaar. CEO Huub van Doorne betoonde zich dan ook tevreden over de geleverde performance: '2017/18 was een goed jaar voor ons. Passoã presteerde goed in het eerste volledige boekjaar als onderdeel van onze portefeuille van wereldwijde merken. Met beperkte extra overhead hebben we dit merk aan ons platform kunnen toevoegen en de omzet en het EBIT-resultaat aanzienlijk kunnen verbeteren. Een prestatie waar we trots op zijn. Verder hield de groei van onze wereldwijde merken – een van onze belangrijkste strategische graadmeters – aan met een autonome groei van 3,3%, in lijn met onze middellange termijn doelstelling.' Daarentegen kende de portfolio van regionale merken een minder goed jaar met een omzetsdaling van 1,8% naar € 22,3 miljoen (2016/2017: € 22,7 miljoen) en een 18,5% lagere EBIT van € 9,0 miljoen (2016/2017: € 11,0 miljoen). Deze mindere prestatie was met name het gevolg van aanzienlijk lagere verkopen van concentraten in zuidelijk Afrika door veranderingen in lokale verpakkingsvoorschriften en zwakkere prestaties van de regionale likeuren. Het management beschouwt de Regionale merken als *cashcow* en als basis van waaruit de groei strategie van de Wereldwijde merken mede kan worden vormgegeven.

De omzet van de Wereldwijde merken bedroeg het afgelopen boekjaar € 69,9 miljoen, een stijging van 21,0% ten opzichte van € 57,8 miljoen in 2016/17. De toename was vooral te danken aan de toevoeging van het merk Passoã. Autonoom steeg de omzet met 3,3%. Bols zet met name in op expansie van de Wereldwijde merken in Noord-Amerika. Daar werd een autonome omzetgroei van 11,5% genoteerd. Vooral de hoger geprijsde producten zoals Bols Genever en Damrak Gin lieten goede resultaten zien.

De retailpositie van Bols Likeuren in de Verenigde Staten werd aanzienlijk versterkt door de listing van het merk in twee belangrijke retailketens in het laatste kwartaal van het jaar. Onder leiding van de vorig jaar maart aangetreden CEO Brett Dunne streeft Lucas Bols USA naar een geleidelijke uitbouw van de marktpositie. Daarbij wordt het volgende tijdpad gevolgd:

- Eerst eigen organisatie opbouwen, in het bijzonder een entree krijgen bij de belangrijke distributeurs;
- De Route-to-Market = key → de database van de distributeur kan tot op klantenniveau worden ingezien. De marketing kan dus heel gericht worden uitgevoerd en de resultaten worden vrijwel direct zichtbaar;
- Er zijn twee speerpunten. 1) Bols Genever = 'A potential Star' + het opnieuw gelanceerde Passoã. De Galiano-brand levert stabiele omzet/resultaten;
- Het afgelopen boekjaar steeg het aantal beleverde bars van 2.500 naar 3.500 (+40%). Bols ziet op termijn een potentieel van tenminste 10.000 afzetpunten.

Voor het merk Passoã ziet Huub van Doorne een voortgaande expansie van thans 40 landen naar binnenkort 50. Momenteel wordt het merk geïntroduceerd in de kansrijke markten van Zuid-Afrika en Rusland. Daarnaast wordt het iconische merk Nuvo (*l'Esprit de Paris*) vanaf dit voorjaar in tien Amerikaanse staten opnieuw gelanceerd door Lucas Bols USA. Al met al voldoende initiatieven die moeten bijdragen aan een voortgaande groei van omzet en resultaten in het lopende boekjaar. De Net debt/EBITDA-ratio van 4,3 (inclusief de veronderstelde schuld aan joint venture partner Rémy Cointreau) is weliswaar hoog, maar gezien het sterk cash-genererende verdienmodel van Lucas Bols niet problematisch. Wij hanteren voor het lopende boekjaar 2018/19 een taxatie van € 1,30 per aandeel, waarmee de aandelen Lucas Bols op de huidige beurskoers van € 17,50,- worden verhandeld tegen 13,5x de verwachte winst. Het bijbehorende dividendrendement bedraagt 3,8%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 2 juli 2018 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Flow Traders	15,0%
ASM International	13,9%
Hunter Douglas	12,4%
Nedap	7,9%
BE Semiconductor Ind.	7,8%
TKH Group	7,8%
Neways Electronics International	5,9%
Kendrion	5,2%
Sif Group	4,9%
Brunel International	3,5%
Overige 5 participaties	10,1%
Liquiditeiten en overige	5,6%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

Onze portefeuille is de afgelopen anderhalve 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 marktsentiment. 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. De komende ronde van halfjaarcijfers, waarbij soft commodity handelshuis Acomo op donderdag 19 juli nabeurs de aftrap geeft, 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 juni noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 13,4x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,3%.

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 beurze.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
 Willem Burgers  
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 9 juli 2018

---

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