

MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2019

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt sloot de maand november met hogere koersen af. De AEX-Index steeg 3,9% naar 597,29, de Amsterdam Midkap Index voegde 3,3% toe op 882,86 en de Amsterdam SmallCap Index klom 4,6% naar 1004,15.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in november met 3,6% van € 54,66 naar € 56,63. Over de eerste elf maanden van 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +30,3% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 2 december 2019 bedroeg € 103,3 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 100,5 miljoen was belegd in 13 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind november 2,7% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 december 2019 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 56,91
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 56,63
Fondsvermogen	€ 103.277.076
Aantal uitstaande aandelen	1.823.705

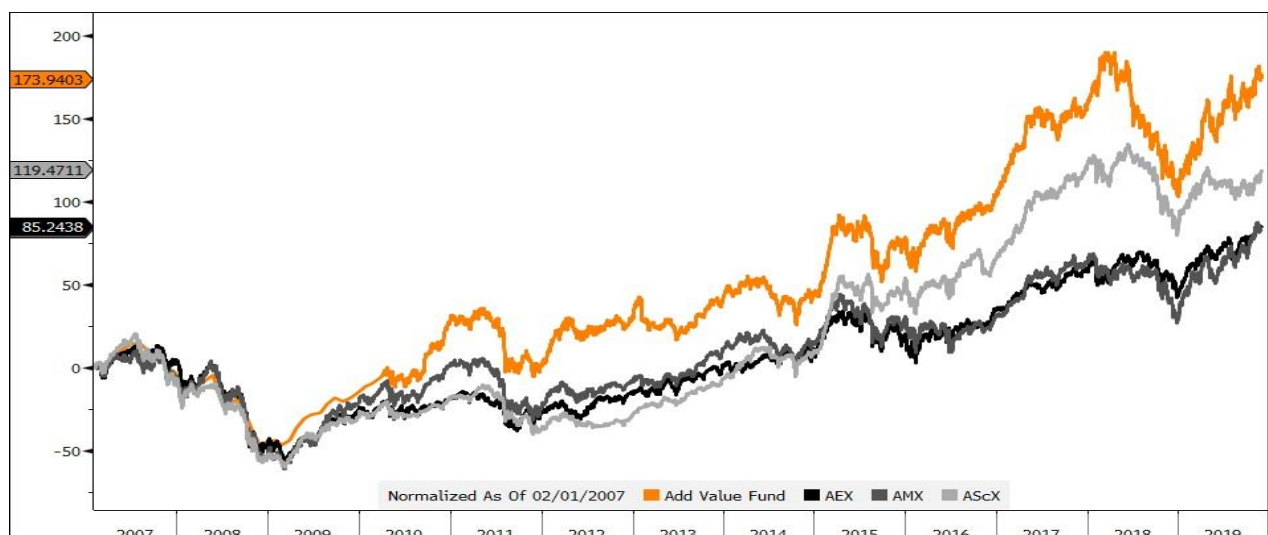
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+26,65	-18,27	+30,28	+173,94
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	-7,36	+26,97	+85,25
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-18,97	+38,28	+83,46
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	-16,28	+17,57	+119,47

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 29/11/2019

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/11/2019)

Peildatum: 29/11/2019

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	168,6%	92,7%	32,1%	12,1%
2. BE Semiconductor Ind.	74,9%	65,5%	24,7%	1,1%
3. Aalberts	24,2%	30,3%	11,9%	6,6%
4. Acomo	18,6%	5,3%	11,3%	6,1%
5. Nedap	9,8%	4,1%	7,8%	0,4%
6. TKH Group	5,0%	12,3%	8,0%	2,6%
7. Hunter Douglas	1,0%	-4,6%	-5,2%	2,1%
8. Neways Electronics Int.	-6,8%	-25,3%	-13,9%	3,2%
9. Kendrion	-7,9%	15,0%	23,7%	9,9%
10. Sif Group	-9,9%	8,1%	-2,7%	-9,3%
11. Lucas Bols	-12,7%	-2,4%	0,7%	-1,4%
12. Brunel International	-19,7%	-34,0%	-15,6%	6,6%
13. Flow Traders	-22,5%	-15,6%	-12,8%	0,9%

- 1) In november realiseerden 11 van de 13 participaties (= 85%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 7 van de 13 participaties (= 54%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **ASM International** wederom bovengemiddeld in de portefeuille. Deze aanhoudende *outperformance* volgde op de uitstekende derdekwaartaalcijfers en broker *upgrades*, alsmede door de invloed van het gestarte aandeleninkoopprogramma;
- 3) **Sif Group** was de zwakst presterende participatie in november. De koersdaling was het gevolg van een zwakke executie in Q3 2019 alsmede door uitstel van een opdracht die enige onderbezetting in 2020 veroorzaakt.

Bedrijfsnieuws

ASM International – versnelde inkoop eigen aandelen

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

ASM International, toonaangevend producent van front-end machines voor de halfgeleiderindustrie, heeft in de maand november in totaal 639.665 eigen aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 100,95 per aandeel. Daarmee was een tegenwaarde van € 64,6 miljoen gemoeid. Met deze aankopen is 64,6% van het aandeleninkoopprogramma van € 100 miljoen dat loopt tot uiterlijk 19 november 2020, afgerond. Indien het huidige inkooptempo wordt vastgehouden, zal het SBB (*share buy back program*) medio deze maand zijn afgerond.

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

De kaspositie van ASMI vaart wel bij de gunstige ontwikkelingen. Per 30 september jl. bedroeg deze € 480 miljoen, terwijl er tevens een bankfaciliteit van € 150 miljoen beschikbaar was. Deze hoge netto kaspositie komt deels voort uit de ontvangst van \$ 57,5 miljoen schadeloosstelling door Kukosai Electric Corporation uit hoofde van bewezen patentbreuk, dat is de helft van de totale \$ 115 miljoen settlement. Daar bovenop ontvangen ze uit een andere nieuwe settlement nog \$ 61 miljoen. De riante netto kaspositie heeft het ASMI-bestuur doen besluiten een interim dividend van € 1,- per aandeel uit te keren, en voornoemd aandeleninkoopprogramma van € 100 miljoen per direct te starten en zo snel als mogelijk af te ronden.

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

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

Tegen de huidige beurskoers van € 103,- wordt 17,9x de verwachte winst 2020 voor de aandelen ASMI betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt circa 1,9%, omdat wij na het interimdividend van € 1,- per aandeel een slotdividend van nogmaals € 1,- per aandeel verwachten.

Hunter Douglas – redelijke Q3 cijfers 2019

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

Hunter Douglas, de wereldmarktleider in raambekleding en een toonaangevende producent en leverancier van architectonische producten zoals plafondsysteem en gevelplaten, presteerde redelijk in Q3 2019. Ofschoon er een volumekrimp van ruim 1% moest worden genoteerd en er bovendien een negatief vertaaleffect van 3,1% uit valuta-invloeden was, steeg de EBITDA met ruim 3% naar € 115 miljoen. Van de twee belangrijke thuismarkten presteerde Europa goed met een volumestijging van 4%, gelijk aan die van de eerste twee kwartalen, maar verslechterde de volumeontwikkeling in Noord-Amerika met een teruggang van 2%.

De Canadese markt blijft onverminderd slecht, terwijl de markt in de Verenigde Staten lijkt te pauzeren na de sterke groei in de voorgaande twee jaar. Het resultaat in Q3 2018 werd gedrukt door eenmalige herstructureringslasten van US\$ 10,1 miljoen, terwijl de belastingdruk in Q3 2019 met 16,0% beduidend lager was dan in het vergelijkbare kwartaal van 2018 van 26,7%. Als gevolg hiervan en door de sterke US\$ kon de winst per aandeel met 25% stijgen van € 1,45 naar € 1,81. Hunter Douglas verwacht voor de komende periode voortgaande, maar afnemende groei in de Verenigde Staten, Europa en Azië en betere economische omstandigheden in Latijns-Amerika.

Wij taxeren een winst per aandeel 2019 van € 6,85 per aandeel (2018: € 6,55), waaruit een contant dividend van € 2,25 (2018: € 2,00) betaalbaar kan worden gesteld. Tegen de huidige beurskoers van € 58,40 wordt thans 8,5x de verwachte winst 2019 voor de aandelen Hunter Douglas betaald en komt het bijbehorende dividendrendement op 3,9%.

Nedap – licht herstel in H2 2019

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

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

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

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

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

Voor FY 2019 taxeren wij een winst per aandeel van € 2,50, een daling van 6% in vergelijking met het voorgaande boekjaar. Gezien de sterke financiële positie van Nedap achten wij het aannemelijk dat het contante dividend uit normale bedrijfsvoering gehandhaafd zal blijven op € 2,50 per aandeel, zodat er sprake zal zijn van een 100%-pay out van de nettowinst. Voor boekjaar 2020 achten wij een winst per aandeel van € 3,00 haalbaar, gedreven door de aanhoudend sterke groei van de marktgroep Healthcare en het toenemende aandeel van de wederkerende omzet in de totale opbrengsten. Tegen de huidige beurskoers van € 48,- worden de aandelen Nedap aan 16x de getaxeerde winst 2020 gewaardeerd en bedraagt het dividendrendement 5,2% (exclusief de verwachte eenmalige uitkering van € 2,00 per aandeel). Een uitgebreide analyse van Nedap – de Investment Case - vindt u op onze website www.addvaluefund.nl.

TKH Group – trading update Q3 2019

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	% change	FY 2019 tax	2018	% change
Omzet	753,2	728,0	+3	1.620	1.631	-1
EBITA	77,6	85,1	-9	183	185	-1
Nettowinst	45,9	55,0	-17	105	109	-4
Return on Sales (ROS)	10,3%	11,7%		11,3%	11,3%	
Winst per aandeel (€)	1,09	1,31	-17	2,75	2,88	-5

Technologiebedrijf TKH Group kwam met een *Trading Update* voor het derde kwartaal 2019. Omzet en resultaat namen toe in alle drie business segmenten – Telecom, Building en Industrial Solutions – in vergelijking met Q3 2018. Er werd goede voortgang geboekt met innovaties binnen de verticale groeimarkten, hetgeen leidde tot de beoogde rendementsverbetering van deze groeimarkten. Er was een lichte verslechtering van de marktomstandigheden in industriële eindmarkten met als gevolg enige vertraging in de uitlevering van orders voor Machine Vision en industriële connectivity.

Het desinvesteringprogramma ligt goed op schema. € 250 miljoen omzet van de beoogde € 300 – 350 miljoen aan desinvesteringen is inmiddels gerealiseerd. Daarmee is goede voortgang geboekt met de medio 2019 aangekondigde acties voor rendementsverbetering op de omzet naar tenminste 15%. De eerste resultaten zullen al in H2 2019 zichtbaar zijn met een verbetering van de Return on Sales (ROS) naar tenminste 12%. De voortgang is met name gerealiseerd door:

- Focus op investeringen in segmenten waar bovengemiddelde marges en groei is te realiseren, hetgeen heeft geleid tot afronding van twee acquisities in de verticale groeimarkt Machine Vision. De positie binnen dit voor TKH belangrijke segment is hiermee verder versterkt, in lijn met de lange termijn doelstellingen;
- De afronding van de meerderheid van de beoogde desinvesteringen. In dit kader meldde TKH de verkoop van Zhangjiagang Twentsche Cable Co Ltd. (ZTC) in Zhangjiagang (China). 95% van de aandelen wordt verkocht aan Shanghai Electric Group in Shanghai, de resterende 5% aan het *key management* van ZTC. ZTC is gespecialiseerd in de productie van koperen datacommunicatiekabels. De activiteiten worden gedesinvesteerd voor een *enterprise value* van € 31 miljoen. In 2018 bedroeg de totale omzet van ZTC € 67,5 miljoen met een EBITA van € 4,7 miljoen en 194 FTE. De activiteiten van ZTC behoren tot het subsegment Building Connectivity Systems binnen het business-segment Building Solutions. De transactie zal naar verwachting binnen de komende vier maanden worden afgerond en zal resulteren in een eenmalige nettowinstbijdrage van € 3 miljoen;
- Afronding van een aantal integratieprojecten waarmee een vereenvoudiging van de organisatie wordt beoogd en betere benutting van de schaalvoordelen. Daarnaast zijn enkele integratieprojecten verder geconcretiseerd, waaronder het voornemen om een deel van de slecht renderende activiteiten van het industriële connectivity-portfolio te beëindigen en een sterke rendementsverbetering door te voeren op het building connectivity-portfolio van tenminste € 5 miljoen, deels te realiseren in 2020 en volledig in 2021;
- Daarnaast zullen aanvullende rendementsverbeteringen, voortvloeiend uit het *Simplify-programma* naar verwachting een positief effect op het resultaat hebben van € 2 – 3 miljoen die zijn verdeeld over diverse bedrijven binnen de groep.

Deze update was aanleiding voor het management om de prognose voor het nettoresultaat voor amortisatie en bijzondere baten en lasten voor geheel 2019 licht neerwaarts aan te passen naar een bandbreedte van € 102 – 108 miljoen (2018: € 110,3 miljoen). Bij de presentatie van de halfjaarcijfers medio augustus werd nog uitgegaan van een bandbreedte van € 106 – 112 miljoen. Op basis van onze winsttaxatie voor 2019 wordt thans circa 16x de verwachte winst voor aandelen TKH Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,0%.

Het perspectief op een aantrekkelijke groei in 2020 en verdere jaren is naar onze mening als goed te kwalificeren. Ofschoon tussentijdse schommelingen, zoals in H1 2019, het beeld van tijd tot tijd nadelig kunnen beïnvloeden, is de waardering van TKH Group, 14,5x de verwachte winst 2020 van € 3,25 per aandeel met bijbehorend

dividendrendement van 3,5%, uiterst aantrekkelijk. TKH Group is met een weging van 7% momenteel de zesde grootste participatie in onze portefeuille.

Kendrion – lastige Q3 cijfers, grote overname en onderhandse aandelenemissie

Bedragen in € miljoen	Q3 2019	Q3 2018	% change	YTD 2019	YTD 2018	% change
Omzet	102,8	107,1	-4	320,1	346,7	-8
EBITA	4,1	7,1	-42	15,9	24,7	-36
EBITA-marge	4,0%	6,6%		5,0%	7,1%	
Nettowinst	2,1	4,0	-48	10,9	15,6	-30
Return on Invested Capital				6,2%	10,5%	
Winst per aandeel (€)	0,16	0,30	-47	0,82	1,16	-29

Omzet en resultaten van elektromagnetenproducent Kendrion stonden ook in Q3 2019 onder druk door de malaise in de internationale Automotive-markt en de laagconjunctuur in de Duitse industrie. Omdat de vergelijkingsbasis met 2018 vanaf het derde kwartaal gunstiger wordt, was de jaar-op-jaar teruggang in de omzet in Q3 2019 minder groot dan in H1 2019. Zowel de omzet in Automotive (ongeveer tweederde van de groepsomzet) als in Industrial daalde in het derde kwartaal met 4%. Kendrion reageerde op deze ontwikkeling door de kostenbasis met eveneens 4% te verlagen in vergelijking met Q3 2018, terwijl aanvullende efficiencymaatregelen met een tegenwaarde van € 5 miljoen op jaarbasis werden geïdentificeerd voor boekjaar 2020. Ondanks de moeilijke marktomstandigheden gaat Kendrion onverkort door met investeringen in de kernactiviteiten, te weten Automotive, industriële remsystemen en in China.

In Automotive wist Kendrion de projectenpijlijn behoorlijk uit te breiden, waaronder de eerste commerciële opdracht voor het in-huis ontwikkelde *battery cooling valve and control system*, een van de geïdentificeerde 'Lighthouse'-platforms. In China, nog bescheiden in de groepsomzet, trekt de groei verder aan: van +21% in H1 2019 naar +30% in Q3 2019. De netto schuldpositie nam met € 1,8 miljoen af sinds het eind van Q2 2019 naar € 94,4 miljoen per eind september. De onderneming stelt dat de financiële positie sterk blijft met een solvabiliteitsratio van 47,3%.

CEO Joep van Beurden stelde in een commentaar op de cijfers dat Kendrion zich opmaakt voor een moeilijk Q4 2019 en dat naar zijn mening de uitdagende marktomstandigheden zullen aanhouden in het komende boekjaar.

Kendrion meldde voorts de overname van de Duitse onderneming INTORQ, producent van industriële remsystemen met een jaaromzet van € 57 miljoen en circa 300 medewerkers. De transactie betreft een ondernemingswaarde van € 80 miljoen, waarmee INTORQ op ongeveer 8x de EBITDA van 2018/2019 wordt gewaardeerd, inclusief te verwachten kostensynergiën. INTORQ met hoofdkantoor in Aerzen (Duitsland), heeft verder vestigingen in Shanghai (China), Atlanta (Verenigde Staten) en Pune (India).

De onderneming produceert op jaarbasis circa 1 miljoen remsystemen en levert onder andere aan de motorindustrie en de offshore windindustrie, en vindt haar producten terug in (vork)liften, hijskranen en roltrappen. De acquisitie van INTORQ maakt van Kendrion een toonaangevende internationale producent van industriële remsystemen. Ongeveer 20% van de groepsomzet zal in de nieuwe samenstelling betrekking hebben op dit segment. Voornoemde kostensynergiën bedragen in totaal meer dan € 2 miljoen, hoofdzakelijk te behalen in het eerste jaar na de overname. De afronding van de transactie is beoogd in Q1 2020. Alsdan zal naar verwachting 55% van Kendrion's omzet betrekking hebben op het Automotive-segment en 45% industriële activiteiten betreffen. De overname werd in eerste instantie gefinancierd in de vorm van een brugfinanciering van € 75 miljoen.

Twee weken later volgde een onderhandse plaatsing van aandelen, waarbij 1.593.078 nieuwe aandelen werden uitgegeven tegen een beurskoers van € 19,50 per aandeel voor een totaalbedrag van € 31,3 miljoen. Daarnaast bracht Kendrion 235.592 bestaande aandelen op de markt die het eerder onder het aandeleninkoopprogramma had ingekocht. In de periode 13 augustus tot en met 4 november 2019 heeft Kendrion deze aandelen ingekocht tegen een gemiddelde aankoopprijs van € 17,89 per aandeel. De onderhandse verkoop van deze stukken levert Kendrion derhalve een boekwinst van ruim € 379.000,- op. Zodoende wordt de INTORQ-overname voor bijna 45% gefinancierd met eigen vermogen en voor de overige ruim 55% met vreemd vermogen.

De acquisitie zal in FY 2020 naar verwachting bijdragen aan een stijging van de winst per aandeel van tenminste 10%. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2020 van € 1,00 naar € 1,15 en handhaven onze 2019-taxatie op € 0,90 (2018: € 1,66). Tegen de huidige beurskoers van € 20,50 wordt 17,8x de getaxeerde winst 2020 voor de aandelen Kendrion betaald. Zodra de voor Kendrion relevante markten zich gaan herstellen, achten wij de onderneming beslist in staat de doelstellingen voor de lange termijn (2023): EBITDA-marge van tenminste 15%, ROI (Return on Investment) van tenminste 20% en een dividend pay-out ratio van 50%, te realiseren.

Sif – teleurstellende Q3 cijfers 2019

Bedragen in € miljoen	YTD 2019	YTD 2018	% verandering	Q3 2019	Q3 2018
Contributie	66,6	57,0	+17	21,1	11,4
EBITDA (genormaliseerd)	14,6	13,0	+12	1,8	-1,1
Productie in Kiloton	140,0	100,0	+40	46	19
<i>Orderboek in Kiloton*</i>	<i>Restant 2019</i>	<i>2020</i>	<i>2021 en volgende jaren</i>		
Gecontracteerd	47	165	108		
Exclusieve onderhandeling	0	80	0		
Totaal	47	245	108		

*) = per 7 november 2019

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

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

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

Dientengevolge passen wij onze winsttaxatie voor 2020 neerwaarts aan. Gingen wij aanvankelijk uit van een winst per aandeel van € 1,00, onder de huidige omstandigheden lijkt vooralsnog € 0,75 (2019tax: € 0,65) een realistische aanname. Tegen de huidige beurskoers van € 11,50 wordt 15,3x de verwachte winst 2020 voor de aandelen Sif Group betaald. Indien de onderneming erin slaagt de productie- en planningsproblematiek onder controle te krijgen, dan zijn vanaf boekjaar 2021 de (record)winsten van 2015-2017 van € 1,35 - € 1,70 per aandeel beslist haalbaar. In dit perspectief blijven de aandelen naar onze mening attractief geprijsd.

Lucas Bols – tevredenstellende cijfers H1 2019/20

Bedragen in € miljoen	H1 2019/2020	H1 2018/2019	%-verandering
Omzet	46,3	45,2	+2
Brutomarge	58,5%	58,3%	
EBIT	13,3	12,9	+3
EBIT-marge (%)	28,6%	28,6%	
Nettowinst	8,5	7,9	+8
Winst per aandeel (€)	0,68	0,63	+8
Interim dividend per aandeel (€)	0,35	0,35	0

Lucas Bols is het oudste gedistilleerd merk ter wereld en een van de 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.

Over de eerste zes maanden van het gebroken boekjaar 2019/20 eindigend per 31 maart 2020, realiseerde Lucas Bols een omzetgroei van 2,5% en een verbetering van het bedrijfsresultaat met 2,6%. Met name in Azië/Pacific (omzet +8%) en in de opkomende markten (+10%) werd een sterke omzetgroei gerealiseerd. De omzet in Noord-Amerika daalde weliswaar met 1,7%, maar de onderliggende trend was onverminderd positief, ondersteund door de verdere uitrol van Passoã en de introductie van Nuvo. In West-Europa was er een lichte omzetgroei van 0,8%, welke werd gedrukt door de aanhoudend moeilijke retailmarkt in Frankrijk.

Met een *mid-single digit* omzetgroei bleef Bols Likeuren, het belangrijkste merk van Bols, goed presteren op de dynamische wereldwijde cocktailmarkt. Het management betoonde zich terughoudend ten aanzien van de vooruitzichten voor H2 2019/20. Voor het boekjaar 2019/2020 wordt een tijdelijke groeivertraging van de omzet van de wereldwijde merken verwacht als gevolg van de uitdagende retailmarkt in Frankrijk en de hoge vergelijkingsbasis in H2 2019/2020 in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk (in verband met de brexit).

Rekening houdend met de reeds afgedekte valutaposities en uitgaande van de huidige stand van de euro, zullen valuta's naar verwachting een positief effect op het EBIT-resultaat van circa € 1,1 miljoen hebben in FY 2019/2020.

Wij taxeren voor het lopende boekjaar een winst per aandeel van € 1,35 (2018/2019: € 1,32). De aandelen Lucas Bols noteren tegen de huidige beurskoers van € 14,- aan 10,4x de verwachte winst en 4,3% dividendrendement uitgaande van een onveranderd dividend van € 0,60 per aandeel.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 2 december 2019 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	16,5%
BE Semiconductor Industries	13,0%
Hunter Douglas	12,5%
Flow Traders	11,3%
Nedap	9,6%
TKH Group	6,8%
Neways Electronics International	5,9%
Kendrion	5,6%
Aalberts	5,2%
Sif Group	4,5%
Overige 3 participaties	6,4%
Liquiditeiten en overige	2,7%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

In de maand december liggen de handelsvolumes ter beurze doorgaans op een laag niveau, omdat institutionele beleggers in een vroeg stadium de boeken sluiten. In een dergelijke markt kan een geringe vraag of aanbod van aandelen tot verhoudingsgewijs forse koersfluctuaties leiden. Wij blijven de komende maand dan ook alert om, indien opportuun, winst te nemen op bepaalde posities dan wel belangen uit te breiden. De liquide middelen hiervoor zijn beschikbaar.

Voor geheel 2019 voorzien wij voor onze portefeuille een gewogen winstgroei van 0 - 5%, waarbij wij conservatieve aannames hanteren. Het perspectief voor boekjaar 2020 is in beginsel veelbelovend. Na de winstgroevertraging van 2019 zijn onze 13 participaties goed gepositioneerd om het komende jaar een ruime dubbelcijferige groei te realiseren. Begin december noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2020 van 15,0x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 3,8%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
 Willem Burgers
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 10 december 2019

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen