

## MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2019

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt sloot met hogere beurskoersen de maand september af. De AEX-Index steeg 3,9% naar 580,22, de Amsterdam Midkap Index voegde 2,8% toe op 834,10 en de Amsterdam SmallCap Index klom 2,0% naar 963,47.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in september met 3,0% van € 53,19 naar € 54,80. Over de eerste negen maanden van 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +26,2% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 oktober 2019 bedroeg € 97,6 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 96,5 miljoen was belegd in 13 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind september 1,1% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 oktober 2019 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 55,08
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 54,80
Fondsvermogen	€ 97.580.479
Aantal uitstaande aandelen	1.780.532

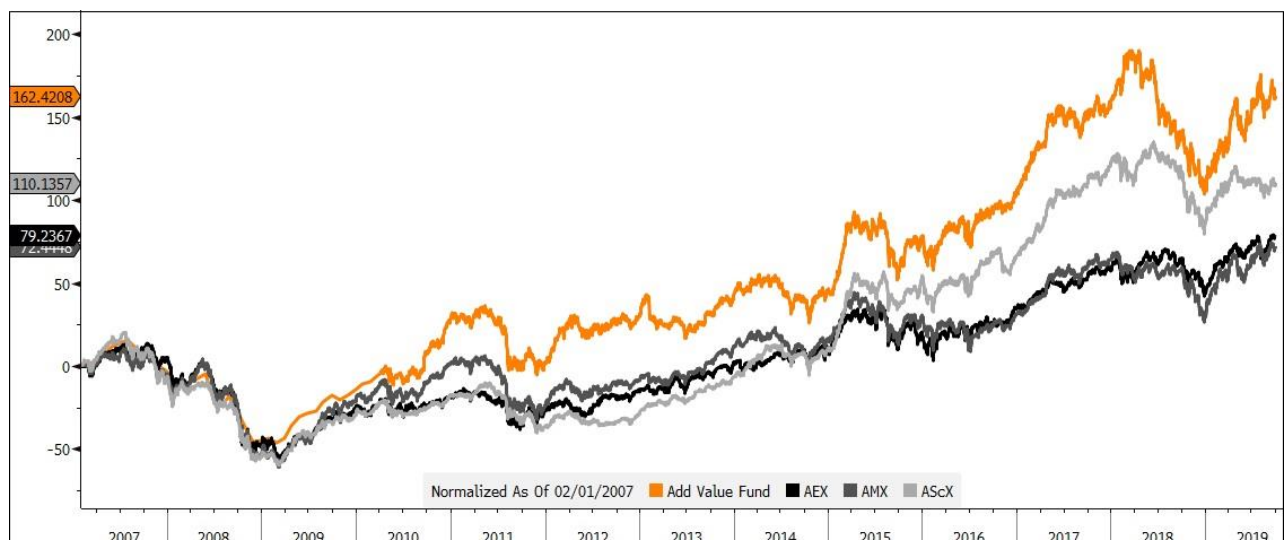
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+26,18	+162,42
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	+22,85	+79,24
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	+29,98	+72,44
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	+12,57	+110,14

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 30/9/2019

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/9/2019)

Peildatum: 30/9/2019

Koersperformance participaties (in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. ASM International	89,5%	74,9%	47,5%	10,5%
2. BE Semiconductor Ind.	58,1%	21,1%	26,9%	7,0%
3. Acomo	2,4%	1,5%	6,0%	7,8%
4. Aalberts	-0,9%	17,9%	5,2%	5,8%
5. Flow Traders	-5,1%	-2,4%	-6,5%	-1,6%
6. TKH Group	-5,6%	8,8%	-16,1%	5,1%
7. Hunter Douglas	-8,3%	-0,3%	-2,9%	-3,6%
8. Nedap	-9,9%	-6,0%	-6,0%	1,3%
9. Lucas Bols	-11,9%	-11,9%	-2,1%	1,1%
10. Neways Electronics Int.	-14,6%	-17,3%	-20,2%	-5,8%
11. Brunel International	-16,1%	-22,6%	-18,8%	0,0%
12. Sif Group	-18,4%	30,3%	29,8%	8,7%
13. Kendrion	-38,6%	-6,4%	-2,2%	9,0%

- 1) In september realiseerden 9 van de 13 participaties (= 69%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 3 van de 13 participaties (= 23%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **ASM International** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze aanhoudende *outperformance* volgde op de uitstekende halfjaarcijfers die eind juli werden gepubliceerd en broker *upgrades*. Daarnaast lieten **Sif Group** en **Kendrion** een sterk technisch koersherstel zien;
- 3) **Neways Electronics International** was de zwakst presterende participatie in september. De onderneming rapporteerde tegenvallende Q2 cijfers, waardoor het gunstige track record van de achterliggende periode, in elke geval tijdelijk, werd onderbroken.

### Bedrijfsnieuws

#### ASM International – CEO treedt volgend jaar af

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	%-verandering
Omzet	612,1	367,7	+66
Bedrijfsresultaat	197,2	50,0	+294
<i>Brutomarge</i>	42,8%	42,1%	
Genormaliseerde nettowinst	177,8	81,2	+119
Nieuwe orders	269,9	175,9	+53
Winst per aandeel (€)	3,46	1,36	+154

ASM International, toonaangevend producent van front-end machines voor de halfgeleiderindustrie, kondigde het vertrek van CEO Chuck del Prado aan. Op de eerstkomende Algemene Vergadering van Aandeelhouders in mei 2020, zal de topman terugtreden. In een summier toelichting stelde Del Prado 'dat er nooit een perfect moment is om op te stappen als CEO, maar dat ASM International er nu commercieel, financieel en technologisch zo goed voorstaat dat dit een goed moment is om de leiding over te dragen'.

Onder het bewind van Del Prado heeft ASM International sinds maart 2008 tot op heden een totaal rendement van 839% gerealiseerd, waarmee een aanzienlijke *outperformance* werd gerealiseerd ten opzichte van de SOX-index (+452%), de belangrijkste graadmeter voor de halfgeleiderindustrie waarin de 30 grootste chipbedrijven ter wereld in zijn opgenomen. Dit jaar, maar ook over een langere periode, is ASM International de absolute *starperformer* in de portefeuille van Add Value Fund (zie bovenstaand overzicht). Wij blijven uitermate positief ten aanzien van de middellange termijn beleggingsperspectieven voor de onderneming. Tegen de huidige beurskoers van € 82,- wordt 15,3x de verwachte winst 2019 voor de aandelen ASMI betaald. Het verwachte dividendrendement is met 2,1%

weliswaar bescheiden, maar hierbij dient te worden aangetekend dat de onderneming nog aan het begin staat van een nieuw *Share Buy Back* programma. In dit kader zal de komende periode voor een tegenwaarde van € 100 miljoen eigen aandelen worden ingekocht, ofwel circa 2,5% van de huidige beurwaarde van ruim € 4 miljard.

**Hunter Douglas** – goede resultaten H1 2019 en desinvestering metaaldivisie

Bedragen in US\$ miljoen	H1 2019	H1 2018	%-verandering
Netto omzet	1.723,6	1.792,6	-4
EBITDA	228,4	211,7	+8
<i>EBITDA-marge</i>	13,3%	11,8%	+150 bps
Nettowinst	125,1	122,7	+2
Winst per aandeel (€)	3,17	2,93	+8

Hunter Douglas, wereldmarktleider in de productie en verkoop van raambekleding en prominent aanbieder van architectonische producten zoals plafondsysteem en gevelbeplating, rapporteerde goede cijfers over de eerste helft van boekjaar 2019. Weliswaar daalde de gerapporteerde omzet met 4% door het effect van onder andere de verkoop van Nedal Aluminium in 2018 alsmede een negatieve valutatranslatie van 3%-punt, er was daarentegen wel een volumegroei van de omzet van 1%. Deze kwam vooral tot stand in Europa (40% van de groepsomzet), waar een volumegroei van 4% werd geboekt, waarbij met name de markten in de Benelux, Duitsland en Scandinavië excelleerden. Ook in de grootste Europese markt, het Verenigd Koninkrijk, werd ondanks de brexit perikelen een mooie groei gerealiseerd. In de andere thuismarkt, Noord-Amerika (47% van de groepsomzet) was er per saldo een nulgroei van het volume, welke werd veroorzaakt door een onveranderd zwakke Canadese markt (circa 8% van de Noord-Amerika omzet). De e-commerce/direct sales ontwikkelen zich erg goed met blinds2go in het Verenigd Koninkrijk en Australië. Er wordt overwogen dit model ook in Noord-Amerika te introduceren voor de low en mid-end raambekleding markt. De vooruitzichten voor Noord-Amerika voor H2 2019 lijken overigens te verbeteren met een goede juli-maand en de mogelijkheid van prijsverhogingen in deze periode. Daarbij de aantekening dat de tweede jaarhelft doorgaans hogere omzetten/resultaten laat zien dan de eerste zes maanden van het boekjaar.

Voor geheel 2019 handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel op € 7,20 (2018: € 6,55). Deze voorziene 10%-toename komt voor een groot deel op conto van een lagere belastingdruk (FY 2018: 27,5%, FY 2019<sup>E</sup>: 22%) en de impact van de sterke US-dollar (ultimo juni 2018: € 1,170; medio 2019: € 1,137, 30-9-2019: 1,093). Onze prognose is exclusief de buitengewone bate/last uit hoofde van de begin september aangekondigde verkoop van de metaalhandelsdivisie. Deze activiteit, die niet wordt geconsolideerd in de resultaten van de Groep, realiseerde in 2018 met 35 medewerkers een omzet van \$ 640 miljoen en een EBIT van \$ 21 miljoen. Wij taxeren een vermoedelijke verkoopopbrengst van \$ 50 – 75 miljoen. Het management team van Hunter Douglas Metals LLC neemt de aandelen over (management buy-out).

Tegen de huidige beurskoers van € 60,- worden de aandelen Hunter Douglas Group verhandeld tegen een magere 8,3x de verwachte winst 2019. Bij een pay-out ratio van 31,2% bedraagt het dividendrendement bijgevolg bijna 4%.

**Nedap – diepgravende Investment Case**

Bedragen in € miljoen	2018	2019T	%	2020T	%	2025T
Omzet	191,4	192,5	+1	210,0	+9	300,0
Bedrijfsresultaat (EBIT)	19,4	19,0	-2	22,5	+17	37,5
EBIT-marge	10,2%	9,9%		10,7%		12,5%
Winst voor belastingen	20,3	19,8	-2	23,0	+12	38
Belastingen	-3,2	-3,6	+13	-4,4	+22	-7
Belastingdruk	15,8%	18,2%		19,1%		18,4%
Nettowinst	17,1	16,2	-5	18,6	+15	31
Winst per aandeel (€)	2,66	2,50	-6	2,90	+16	4,70
Dividend per aandeel (€)	2,50	2,50	0	2,70	+8	4,00
# uitstaande aandelen (x 1m)	6,408	6,435	+0,4	6,450		6,5

Tegelijkertijd met dit maandbericht publiceren wij vandaag de Investment Case van Nedap, momenteel de vijfde grootste participatie in de portefeuille. Hierbij een korte samenvatting van de inhoud.

Nedap bouwt op haar expertise op het gebied van software-ontwikkeling en RFID (Radio Frequency IDentification). Nedap is onder andere Europees marktleider in beveiligingsoplossingen en wereldwijd toonaangevend als aanbieder van anti-winkeldiefstal- en voorraadsystemen voor multinationale winkelbedrijven die zich onderscheiden door een optimale beschikbaarheid van de producten en een geminimaliseerde derving. In Nederland is Nedap marktleider als leverancier van softwareoplossingen voor de zorgsector. Op de internationale agrimarkt is Nedap wereldmarktleider van elektronische dieridentificatiesystemen en aanverwante oplossingen voor de melkvee- en varkenshouderijsector.

Het ervaren managementteam onder leiding van CEO Ruben Wegman heeft de laatste jaren een sterke basis gelegd voor een versnelling van de omzet- en winstgroei in de komende jaren. Met circa 700 medewerkers realiseert Nedap anno 2019 jaarlijkse opbrengsten van ruim € 190 miljoen bij een nettowinst van circa € 17 miljoen.

Na een proces van stroomlijning van de *supply chain* en het beëindigen van de productie-activiteiten staat Nedap aan de vooravond van een periode van versnelde autonome groei. Met het strategische programma *Changing Gears 2016 – 2020* moet Nedap kunnen uitgroeien tot een Europese midcap onderneming van formaat.

De perspectieven voor een bovengemiddelde groei zijn met name van toepassing op de grotere marktgroepen Healthcare, Retail en Livestock Management. Hier zal Nedap in toenemende mate kunnen profiteren van een versterkte organisatorische slagkracht en het succes van grensverleggende innovaties. Voor de marktgroepen Retail, Livestock Management, Light Controls en Identification Systems ligt er een aantrekkelijk groeipotentieel in het Verre Oosten (met name China) en Noord-Amerika. Bij een lichte omzetgroei van circa 0,6% lijkt een nettowinst dit jaar van ruim € 16 miljoen een haalbare kaart te zijn. Dit is weliswaar een lichte daling in vergelijking met boekjaar 2018, maar de kwaliteit van deze winst is, gezien de sterk gegroeide component *recurring revenue*, verder verbeterd. Bovendien is er een boekwinst van € 10 miljoen uit hoofde van de verkoop van het 49,8%-belang in Nedap-France, die primair als dividend wordt uitgekeerd aan aandeelhouders. Wij taxeren voor 2020 een winst per aandeel van € 2,90 waaruit een contant dividend van € 2,70 betaalbaar wordt gesteld. Tegen de huidige beurskoers van € 45,- biedt dit uitzicht op een aantrekkelijk dividendrendement van 6%.

Voor de gehele Investment Case over Nedap, ga naar [www.addvaluefund.nl](http://www.addvaluefund.nl).

**TKH Group** – Uitzicht op sterk herstel in H2 2019 (record) na teleurstellend H1 2019 en tijdelijke margedruk

Bedragen in € miljoen	H2 2019tax	H1 2019	H2 2018	H1 2018	% change
Omzet	925	753,2	902,8	728,0	+3
EBITA	101,8	77,6	99,5	85,1	-9
Nettowinst	64	45,9	53,7	55,0	-17
Return on Sales (ROS)	11%	10,3%	11,0%	11,7%	
Winst per aandeel (€)	1,51	1,09	1,27	1,31	-17

Technologiebedrijf TKH Group rapporteerde teleurstellende cijfers over H1 2019. Bij een omzettoename van 3,4% waarvan 0,1%-punt een autonoom karakter had, daalde de EBITA met 9% naar € 77,6 miljoen waarbij hogere kosten ter voorbereiding op verwachte groei in H2 2019 een drukkend effect sorteerden. De omzet werd gedrukt door een laag investeringsniveau bij producenten van consumentenelektronica in welk segment TKH-vertical Machine Vision relatief hoge marges realiseert. Daarnaast was er een kleiner aantal grote projecten in vergelijking met het sterke H1 2018. Tenslotte lag het kostenniveau hoger door integratiekosten die in het kader van het *Simplify & Accelerate*-programma werden doorgevoerd.

Op 15 augustus maakte TKH Group bekend dat zij overeenstemming heeft bereikt met het Nederlandse private equity-bedrijf Torqx Capital Partners over de oprichting van een NewCo die de aandelen van een groot deel van de industriële connectivity-activiteiten van TKH overneemt. De omzet van deze activiteiten bedroeg in 2018 € 183,7 miljoen met een EBITA van € 15,4 miljoen en 606 FTE. De activiteiten zijn gededuceerd voor een Enterprise Value van € 113 miljoen, terwijl TKH € 17 miljoen in NewCo investeert, voor welk bedrag een minderheidsbelang van 44% in NewCo is verworven. NewCo wordt aangestuurd door Torqx en het key-management van de werkmaatschappijen dat tevens participeert. De transactie zal voor TKH in het huidige boekjaar resulteren in een eenmalige nettowinstbijdrage van tenminste € 30 miljoen.

Het management is positief ten aanzien van de perspectieven voor H2 2019. Het orderboek per 30 juni 2019 stijgt autonoom met 13,0% ten opzichte van 31 december 2018 en biedt goed perspectief voor sterke groei van omzet en winst in het tweede halfjaar. Dat laat onverlet dat de verwachting van het management voor geheel 2019 achterbleef bij de consensus-verwachting in de markt. TKH verwacht een nettowinst uit voortgezette activiteiten voor amortisatie en eenmalige baten en lasten tussen € 106 en € 112 miljoen (2018: € 110,3 miljoen), hetgeen duidt op een stabilisatie van het winstniveau op jaarbasis. Nadere analyse wijst uit dat H2 2019 een recordhalfjaar voor de TKH Group gaat worden, hetgeen de afgelopen week nog eens werd bevestigd door CEO Alexander van der Lof. Zulks impliceert een stijging van de nettowinst van ruim 19% in H2 2019 in vergelijking met dezelfde periode van 2018. Deze sterke stijging wordt met name gerealiseerd in de divisie Building Solutions, waar de segmenten connectivity en vision & security een belangrijk hogere omzet en resultaat zullen gaan bijdragen.

Tegen deze achtergrond is de scherpe koerscorrectie na publicatie van het halfjaarbericht – van € 52,40 naar € 41,50, ofwel ruim 20% – wellicht overdreven. Tijdens de Capital Markets Day van 12 juni 2019 presenteerde het TKH-management een inspirerende outlook voor de komende jaren die toen werd gehonoreerd met een koerssprong van € 40,90 naar een *year-high* van € 55,65 (+36%). Essentieel onderdeel van deze presentatie was voornoemd *Simplify & Accelerate*-programma. In dit kader werd een doelstelling van de Return On Sales (ROS) van tenminste 15% voor de middellange termijn (3-5 jaar) geformuleerd (2018: 11,3%). Deze sterke verbetering dient te worden bereikt door de verkoop van niet-kernactiviteiten (1,2-1,6%-punt), kosten synergiën door integratie van bedrijfsonderdelen (0,8-1,2%-punt) en herinvestering van de opbrengst van de verkochte niet-kernactiviteiten in de zeven groeiverticals (2,0-3,0%-punt). Ingeval het optimale synergie-effect zou worden behaald, stijgt de ROS zelfs tot boven 17%. Deze extra-marge boven het streefcijfer van 15% beschouwt Van der Lof als buffer voor mogelijke economische/politieke tegenwind. Gezien het sterke lange termijn track record van TKH Group en de ingebouwde veiligheidsmarge achten wij de kans zeer reëel dat Van der Lof zal slagen in zijn missie.

Op basis van onze winsttaxatie voor 2019 wordt thans 15,2x de verwachte winst voor aandelen TKH Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,2%. Het perspectief op een aantrekkelijke groei in 2020 en verdere jaren blijft naar onze mening intact. Ofschoon tussentijdse schommelingen, zoals in H1 2019, het beeld van tijd tot tijd

nadelig kunnen beïnvloeden, is de waardering van TKH Group, 13,5x de verwachte winst 2020 van € 3,25 met bijbehorend dividendrendement van 3,7%, uiterst aantrekkelijk. TKH Group is met een weging van 7% momenteel de zesde grootste participatie in onze portefeuille.

**SIF Group** – opent verkoopkantoor in Japan en breidt terrein Maasvlakte 2 uit (20 ha) voor nieuwe service

Bedragen in € miljoen	H1 2019	H1 2018	% change
Contributie	45,5	45,6	-0,2
EBITDA genormaliseerd	12,75	14,0	-9
Nettowinst	2,56	4,35	-41
Productie in Kiloton	94	81	+16
Winst per aandeel (€)	0,10	0,17	-41

Sif Group, marktleider in stalen funderingen voor de offshore windindustrie, meldde dat er op 5 september jl. een verkoopkantoor in Tokyo is geopend teneinde adequaat te kunnen inspelen op de mogelijke opdrachten die vanuit Japan in de toekomst kunnen worden binnengehaald. Sif volgt de ontwikkelingen op de Japanse offshore windmarkt sinds 2015 en werkt op deze markt samen met de lokale partner Sato Tekko. Sindsdien heeft de Japanse overheid 11 potentiële projectlocaties aangewezen waar in de toekomst offshore windprojecten zouden kunnen worden uitgevoerd. Op vier van deze locaties is inmiddels het voorbereidende traject ingezet, waaronder geologisch onderzoek.

Voor 2019 taxeren wij een EBITDA van € 40 miljoen en een winst per aandeel van € 0,65 (2018: € 0,12). Op termijn komt bij een jaarproductie van 250 kiloton en een bijdrage uit Marshalling services, een EBITDA van circa € 70 miljoen in beeld. Uitgaande van een genormaliseerde EBITDA-multiple van 7 en een schuldenvrije balans binnen twee jaar, correspondeert dit met een beurskoers van € 19,20 per aandeel.

De offshore windmarkt in Europa blijft de komende jaren groeien met een flink aantal projecten in het Verenigd Koninkrijk, in Nederland en weldra ook in Frankrijk. Vanwege de strategisch zeer gunstig gelegen productielocatie aan de Maasvlakte 2 handhaaft Sif de Europese markt als topprioriteit. Mogelijk is er binnen afzienbare termijn uitbreiding naar Japan mogelijk via een joint-venture, hetgeen een additionele contributie zou betekenen.

Tegen de huidige beurskoers van € 12,15 wordt thans 18,6x de verwachte winst voor het lopende boekjaar voor aandelen Sif Group betaald. Deze waardering achten wij bescheiden in het licht van de projectie van aanzienlijk hogere winsten (en dividenden) in de volgende boekjaren.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 oktober 2019 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
ASM International	15,6%
Hunter Douglas	13,4%
Flow Traders	12,3%
BE Semiconductor Industries	11,8%
Nedap	9,5%
TKH Group	7,0%
Neways Electronics International	6,8%
Sif Group	5,4%
Aalberts	5,2%
Kendrion	4,7%
Overige 3 participaties	7,2%
Liquiditeiten en overige	1,1%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

De maand oktober kende een zwakke start met fors lagere beurskoersen nadat de indicator voor industriële bedrijvigheid in de Verenigde Staten het laagste punt in tien jaar tijd bereikte. Ook in West-Europa blijft het momentum negatief: de Duitse economie lijkt geleidelijk weg te zakken in een recessie, terwijl de brexit van het Verenigd Koninkrijk eind deze maand zijn beslag moet krijgen. Daartegenover staan de onveranderd lage rentetarieven. Tegen deze achtergrond is de relatieve aantrekkelijkheid van goed gefinancierde, gepositioneerde en renderende ondernemingen momenteel groot, terwijl bij beleggers ruim beschikbare liquiditeiten voorhanden zijn.

Voor geheel 2019 voorzien wij voor onze portefeuille een gewogen winstgroei van circa 5%, waarbij wij conservatieve aannames hanteren. Begin oktober noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 16,4x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
 Willem Burgers  
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 4 oktober 2019

---

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