

MAANDBERICHT OVER JUNI 2019

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt herstelde in de maand juni van de verliezen van de voorgaande maand. De AEX-Index steeg 3,9% naar 561,76, de Amsterdam Midkap Index klom 8,3% naar 795,72 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 0,8% toe op 973,63.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in juni met 6,1% van € 49,21 naar € 52,20. Over de eerste zes maanden van 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +20,4% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 juli 2019 bedroeg € 99,3 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 98,0 miljoen was belegd in 13 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind juni 1,3% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 52,46
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 52,20
Fondsvermogen	€ 99.269.154
Aantal uitstaande aandelen	1.901.620

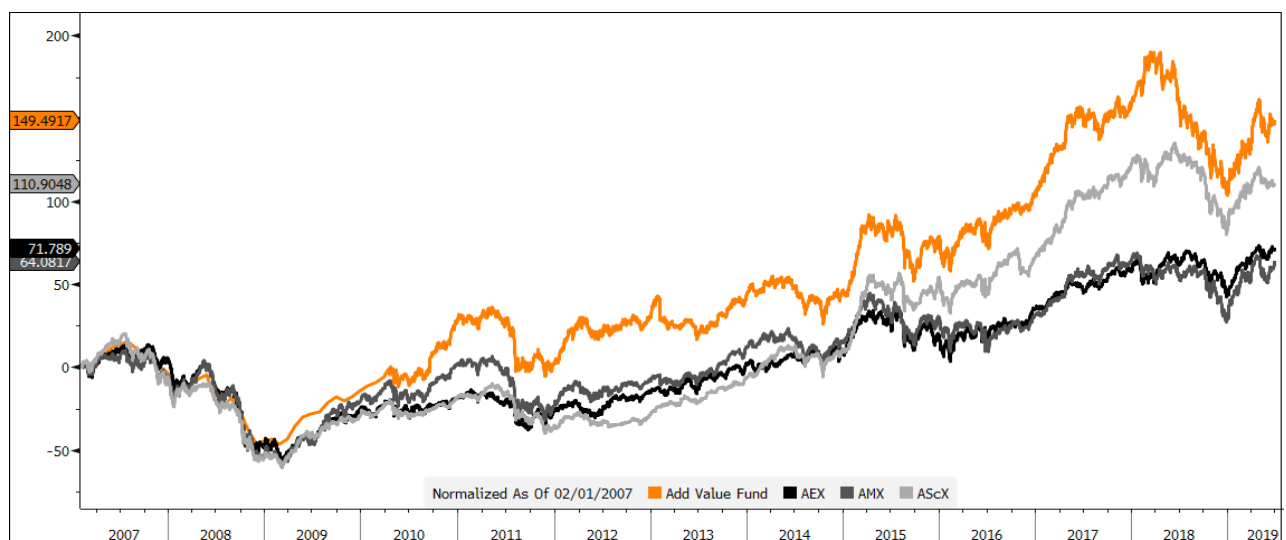
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+20,35	+149,49
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	+17,74	+71,79
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	+23,68	+64,08
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	+12,99	+110,90

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 28/6/2019

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/6/2019)

Peildatum: 28/6/2019

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	ASM International	+20,9	+58,2	+18,6	+9,3
2.	Nedap	+5,9	+16,7	0,0	+4,1
3.	Neways Electronics Int.	+4,8	+30,2	+3,5	+2,3
4.	TKH Group	+0,3	+34,0	+29,8	+30,3
5.	BE Semiconductor Ind.	-2,3	+22,5	-4,6	+11,9
6.	Hunter Douglas	-2,5	+5,5	+2,7	0,0
7.	Brunel International	-11,2	+17,9	-4,7	-3,7
8.	Aalberts	-15,7	+19,0	+12,1	+17,1
9.	Lucas Bols	-16,3	-5,9	-10,0	0,0
10.	Acomo	-20,1	+7,5	-4,2	-3,7
11.	Flow Traders	-22,9	-7,8	+4,4	+1,7
12.	Sif Group	-40,1	-13,7	+0,4	-7,0
13.	Kendrion	-46,2	-9,9	-4,3	+3,6

- 1) In juni realiseerden 8 van de 13 participaties (= 62%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 4 van de 13 participaties (= 31%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **TKH Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Tijdens de Capital Markets Day presenteerde het management op overtuigende wijze de strategie en het bedrijfs- en verdienmodel van de *core business* voor de komende jaren;
- 3) **SIF Group** was de zwakst presterende deelneming in juni. Er was geen directe verklaring voor deze *underperformance*. Wij zijn in afwachting van de aankondiging van nieuwe projecten die de capaciteitsbezetting voor 2020 en verdere jaren moet zekerstellen;
- 4) Het relatief kleine belang in wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill** werd in juni volledig verkocht.

Bedrijfsnieuws

ASM International – Settlement patentinbreuk

Bedragen in € miljoen	Q2 2019tax	Q1 2019	Q1 2018	%	Q4 2018	%
Omzet	240	248,8	159,0	+56	254,7	-2
Bedrijfsresultaat		47,0	11,8	+298	46,2	+2
<i>Brutomarge</i>	42,0%	41,3%	37,8%		41,7%	
Genormaliseerde nettowinst		52,8	18,8	+181	46,1	+15
Nieuwe orders	250	235,0	206,5	+14	301,6	-22

ASM International, toonaangevend producent van front-end machines voor de halfgeleiderindustrie, meldde in een persbericht dat het een bedrag van \$ 115 miljoen zal ontvangen van Kokusai Electric als onderdeel van een schikking die een einde moet maken aan een conflict over patentinbreuk tussen beide ondernemingen. Deze zaak liep al anderhalf jaar en heeft ASMI sindsdien met forse juridische kosten opgezadeld. Verdere rechtszaken zijn nu van de baan. Wel loopt er nog een zaak bij een arbitragehof in de Verenigde Staten, waarvan de uitkomst wellicht over enkele maanden bekend wordt gemaakt. De twee bedrijven hebben daarnaast een wederzijdse licentieafpraak gemaakt met een looptijd tot 1 juli 2021. Tegelijkertijd werd bekend dat concurrent Applied Materials Kokusai Electric wil overnemen

voor een overnamesom van ruim € 2 miljard . De huidige eigenaar, private equity investeerder KKR, verwierf Kokusai in 2017 van conglomeraat Hitachi. Overigens is een definitieve overname nog ver weg: met name een akkoord van de verschillende nationale toezichhouders zou nog roet in het eten kunnen gooien. De nu door ASMI ontvangen compensatie komt bovenop de uitstekende resultaten van H1 2019.

De prognose voor Q2 2019 gaat uit van een omzet in de bandbreedte € 230 – 250 miljoen en een orderingang van €240 – 260 miljoen. Voor geheel 2019 neigen de analistentaxaties naar een stijging van de EBIT in de richting van € 170 – 175 miljoen waar eerder werd uitgegaan van € 154 miljoen.

Met de ontvangst van ruim € 100 miljoen is het aannemelijk dat ASMI het programma van inkoop van eigen aandelen na presentatie van de halfjaarcijfers van 23 juli a.s. zal hervatten. Wij gaan uit van een Share Buy Back programma van € 100 miljoen voor een periode van twaalf maanden. Tegen de huidige beurskoers van € 60,30 per aandeel impliceert dit de inkoop van 1,66 miljoen aandelen, overeenkomend met 3,4% van het aantal uitstaande aandelen. Tegen deze koers wordt thans 15,1x de getaxeerde winst voor de aandelen ASMI betaald. Het corresponderende dividendrendement bedraagt 2,1% uitgaande van een pay-out ratio van 32%.

Nedap - verkoop Nedap France

Bedragen in € miljoen	2018	2019 Taxatie	%
Opbrengsten	191,4	199,1	+4
Bedrijfsresultaat (EBIT)	19,4	21,5	+11
<i>EBIT-marge</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,8%</i>	
Winst voor belastingen	20,3	22,5	+11
Belastingen	-3,2	-4,0	+25
<i>Belastingdruk</i>	<i>15,8%</i>	<i>17,8%</i>	
Nettowinst	17,1	18,5	+8
Winst per aandeel (€)	2,66	2,88	+8
Dividend per aandeel (€)	2,50	2,50	0
<i>Pay-out ratio</i>	<i>94%</i>	<i>87%</i>	

High-tech onderneming Nedap heeft een bindende bieding ontvangen van B&Capital, een Frans investeringsfonds, op alle aandelen in Nedap France S.A.S., de gespecialiseerde system integrator voor beveiligingssystemen in Frankrijk. Op basis van dit bod hebben Nedap, dat 49,8% van de aandelen in bezit heeft, en de andere aandeelhouders besloten om in exclusieve onderhandeling te treden. Met deze potentiële transactie zet Nedap een volgende stap in haar strategie om zich te richten op het ontwikkelen en vermarkten van eigen producten en oplossingen. Nedap France S.A.S. blijft een belangrijke business partner van de Nedap marktgroepen Security Management en Retail, waardoor de continuïteit van Nedap's business op de Franse markt gewaarborgd is.

Nedap France (omzet 2018: € 27,5 miljoen) zal met B&Capital een aandeelhouder krijgen die zich verbindt aan haar strategie om haar leidende rol in de Franse beveiligings-, retail- en bibliothekenmarkt verder uit te bouwen. De netto opbrengst voor Nedap bedraagt naar verwachting ongeveer € 14 miljoen wat resulteert in een boekwinst van ongeveer € 9 miljoen. De transactie is onderworpen aan de gebruikelijke voorwaarden en wordt naar verwachting voor het einde van het jaar afgerond. De netto opbrengst van de transactie zal primair worden gebruikt om het dividend over 2019 eenmalig te verhogen. Zoals gebruikelijk wordt de hoogte van het dividend bekend gemaakt bij de publicatie van de jaarcijfers (2019). Hierbij wordt – in lijn met de financiële doelstellingen – rekening gehouden met de benodigde ruimte voor investeringen en de gewenste kapitaalstructuur.

Tegen de huidige beurskoers van € 50,- wordt 17,4x de getaxeerde winst 2019 uit gewone bedrijfsuitoefening voor de aandelen Nedap betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement een aantrekkelijke 5,0%. De extra dividenduitkering uit hoofde van de verkoop van het belang in Nedap France zal naar verwachting rond € 2,00 per aandeel uitkomen, goed voor een additionele 4% dividendrendement.

TKH Group – Capital Markets Day

Bedragen in € miljoen	FY 2020 tax	% change	FY 2019 tax	% change	FY 2018
Omzet	1.785	+6	1.690	+4	1.630,8
EBITA	232	+14	203	+10	184,6
Nettowinst	150	+14	132	+9	121,1
Return on Sales (ROS)	13,0%		12,0%		11,3%
Winst per aandeel (€)	3,55	+13	3,15	+9	2,88
Dividend per aandeel (€)	1,75	+13	1,55	+11	1,40

Wij waren aanwezig op de Capital Markets Day van TKH Group in Noordwijk op woensdag 12 juni jl. Tijdens deze bijeenkomst introduceerde het management een *simplify and accelerate* programma om te komen tot een meer gefocuste waardecreatie. Binnen dit programma zal TKH intensiever inzetten op het desinvesteren van activiteiten die, vanwege hun aard, marges realiseren onder het gemiddelde van de TKH Group en een beperkt autonoom groeipotentieel hebben. Het bestaande plan om activiteiten te desinvesteren met een omzet van totaal maximaal € 75 miljoen zal worden uitgebreid tot een totale omzet van € 300 tot 350 miljoen.

Het *simplify and accelerate* programma zal de integratie van bedrijven met een sterke samenhang van activiteiten versnellen. TKH heeft een schaal bereikt waarin meer positieve effecten kunnen worden bereikt door integratie in plaats van samenwerking. De schaalvoordelen die kunnen worden bereikt, zullen een verder positief effect hebben op de Return on Sales. Dit zal ook de mogelijkheid bieden om TKH verder te versterken op belangrijke gebieden zoals R&D, verkoop en marketing. De uitvoering van de plannen in de zeven verticale groeimarkten leidt tot een verdere groei in deze verticals.

TKH is voornemens om de opbrengsten van het desinvesteringsprogramma te investeren in de verticale groeimarkten via een gerichte *buy-and-build* strategie, in gebieden met het hoogste groeipotentieel. Dit leidt tot een toename van het groeipotentieel en een verhoging van de doelstelling voor de omzet in de verticale groeimarkten Parking, Tunnel & Infra en Marine & Offshore naar een bandbreedte van € 150 – 200 miljoen per verticale groeimarkt. Onder de oude doelstellingen werd voor Parking een omzetgroei in de bandbreedte € 75 – 100 miljoen voorzien, voor Tunnel & Infra € 100 – 150 miljoen en voor Marine & Offshore € 100 -125 miljoen. In totaal impliceert dit een geprojecteerde omzettoename van € 175 – 225 miljoen, ofwel gemiddeld +12% van de groepsomzet 2018. De bovengemiddelde marges in de verticale groeimarkten in combinatie met de hoge autonome omzetgroei, zullen de toename van de Return on Sales versnellen. Als gevolg van de hiervoor vermelde acties, verhoogt TKH haar ROS-doelstelling voor de middellange termijn van de huidige bandbreedte van 12-13% naar tenminste 15% en de ROCE van een bandbreedte van 21-23% naar 22-25%. In de presentaties van de verschillende verticale groeimarkten werd ingegaan op de perspectieven van de vele innovatieve oplossingen die TKH aanbiedt. Er waren vier specifieke presentaties die het groeipotentieel van TKH Group in het bijzonder onderstrepen:

- **Bandenbouwmachines:** de nieuwe UNIXX-generatie bandenbouwmachines komen vanaf H2 2019 op de markt. TKH realiseert de komende jaren met name veel tractie bij de Top-5 bandenbouwers Michelin, Pirelli, Continental, Goodyear en Bridgestone. Werkmaatschappij VMI wordt niet voor niets 'de ASML van de bandenbouw' genoemd;
- **CEDD/Airfield Lighting systems:** deze innovatie wordt de komende jaren wereldwijd uitgerold. Er is een markt van vele honderden internationale vliegvelden die welhaast worden verplicht de technologische oplossing van TKH te kopen omdat nieuwe wetgeving dit voorschrijft;
- **Subsea-kabels:** de nieuwe fabriek in Lochem is inmiddels operationeel. Het potentieel van deze fabriek lijkt moeilijk te kunnen worden onderschat, nu de vraag naar deze ultralange kabels steeds grotere vormen aanneemt;
- **Machine & Vision:** zowel op het gebied van 2D- als 3D-camera's neemt TKH Group een stevige marktpositie in. De uiterst moderne toepassingen voorzien naadloos in de toenemende vraag naar Internet-of-Things applicaties';

- **Parking:** naast de focus op hele grote parkeergarages is TKH na de overname van ParkEyes nu ook in staat om technologie en oplossingen te leveren voor kleine- en middelgrote parkeergarages.

Wij hebben onze taxaties voor TKH Group aangepast naar aanleiding van de nieuw ingeslagen strategische koers. Per saldo zal de omzetgroei van de groep de komende twee jaar worden gedrukt door de voorgenomen verkoop van niet-strategische onderdelen. Voor 2019 veronderstellen wij in dit kader de verkoop van een tegenwaarde van € 100 miljoen omzet. Daartegenover staat een verdere versnelde verbetering van de EBITA-marge. Dit effect zal naar verwachting wat sterker zijn in 2020, omdat de volwaardige bijdrage van nieuwe technologische innovaties in de praktijk meer tijd neemt dan in eerste aanleg wordt voorzien. Op basis van onze winsttaxatie voor 2020 wordt thans ruim 15x de verwachte winst voor aandelen TKH Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement ruim 3%.

Kendrion - meeting met CEO

Bedragen in € miljoen	2018	2019 tax	% change
Omzet	448,6	420	-6,4
EBITDA	58,5	45,7	-22
<i>EBITDA-marge</i>	<i>13,0%</i>	<i>10,9%</i>	
Nettowinst	22,6	15,6	-31
Return on Sales (ROS)	7,9%	5,7%	
Winst per aandeel (€)	1,67	1,15	-31

Wij spraken met Joep van Beurden, CEO van Kendrion, toonaangevend producent van elektromagnetische systemen, naar aanleiding van de matige cijfers over het eerste kwartaal 2019. De onderneming ondervindt de gevolgen van de zwakke gang van zaken in de internationale automotive-sector. De autoverkoop in Europa (-4%), de Verenigde Staten (-3%) en China (-13%) lagen in Q1 2019 over de gehele linie onder druk. Dientengevolge daalde ook de Automotive-omzet van Kendrion, die ongeveer tweederde van de groepsomzet uitmaakt, met 13%. De industriële activiteiten daalden licht in omzet, maar behaalden qua performance een onveranderd gezond resultaat.

CEO Joep van Beurden benadrukte dat Kendrion onverkort vasthoudt aan de geformuleerde strategie. Deze impliceert een groot accent op investeringen ten behoeve van het segment personenauto's, met name op de gebieden elektrificatie, autonoom rijden, veiligheid en comfort, alsmede voor elektromagneten in robotarmen en voor expansie in de Chinese markt. Aan de R&D-uitgaven voor deze drie speerpunten van de strategie zal niet worden getornd.

Kendrion heeft de kostenbasis tijdig verlaagd, waarbij voor € 20 miljoen is bezuinigd, en de organisatiestructuur gestroomlijnd, om de uitdagende marktomstandigheden het hoofd te kunnen bieden. Niettemin is de negatieve impact op de cijfers op korte termijn aanzienlijk. Feitelijk is sprake van een negatieve hefboomwerking nu de productiecapaciteit niet volledig wordt benut. Van Beurden voorziet vooralsnog geen verbetering van de marktomstandigheden op korte termijn, maar houdt onverminderd vast aan de financiële doelstellingen van een Return on Investment van tenminste 20% en een EBITDA-marge van meer dan 15% per eind 2023.

Van Beurden baseert de haalbaarheid van deze prognose onder meer op de binnengehaalde nominaties in de Automotive-sector. Deze nieuwe producten vertegenwoordigen projecten met een gemiddelde looptijd van circa zeven jaar die Kendrion een extra-omzet van 25-30% bovenop de bestaande omzet (in 2018: € 280 miljoen) gaan opleveren. De aanlooptijd van deze projecten belooft ongeveer twee à drie jaar. Van Beurden beschouwt de Industriële activiteiten als een *cash engine* om de groei in de drie speerpunt-gebieden te versnellen. De Chinese expansie verloopt intussen volgens plan. Vanaf een omzetsniveau van ongeveer € 20 miljoen moeten echter nog een fors aantal stappen worden gezet, alvorens dit segment een serieuze bijdrage aan de groepsomzet en -resultaat zal leveren. Op een termijn van zeven jaar zijn nominaties ter waarde van € 240 miljoen verkregen.

Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel van € 1,15 voor het lopende boekjaar, hetgeen een daling van circa 30% inhoudt in vergelijking met 2018 toen per aandeel € 1,67 (op genormaliseerde basis) werd verdiend. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 52%, zal over 2019 naar verwachting een dividend van € 0,60 per aandeel worden uitgekeerd. Tegen de huidige beurskoers van € 17,70 wordt thans 15,4x de verwachte winst 2019 voor de aandelen

Kendrion betaald; het bijbehorende dividendrendement komt op 3,4%. Vanaf H2 2019 verwachten wij dat de daling in de omzet- en winstontwikkeling zal afzakken, omdat de vergelijkingsbasis met H2 2018 minder uitdagend wordt. Voor 2020 gaan wij tentatief uit van een bescheiden omzet- en winstherstel, omdat bij de voorbereiding van de nieuwe projecten de kosten voor de baat uitgaan.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	14,4%
Hunter Douglas	14,0%
Flow Traders	12,9%
BE Semiconductor Industries	10,5%
Nedap	10,0%
Neways Electronics International	8,3%
TKH Group	8,2%
Aalberts	4,9%
SIF Group	4,1%
Kendrion	3,8%
Overige 3 participaties	7,6%
Liquiditeiten en overige	1,3%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De aandelenmarkten van de voornaamste beurzen, onder aanvoering van Wall Street, noteren momenteel op recordniveaus. Deze sterke beursstemming wordt grotendeels gevoed door almaar neerwaarts tenderende rentetarieven. Hierdoor is de relatieve aantrekkelijkheid van goed gefinancierde en gepositioneerde ondernemingen momenteel groot, terwijl bij beleggers ruim beschikbare liquiditeiten voorhanden zijn. Op de achtergrond zullen de handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China van tijd tot tijd tot heftige koersschommelingen kunnen blijven leiden.

Vanaf donderdag 18 juli zullen onze 13 participaties de halfjaarresultaten gaan publiceren. Soft commodity handelaar Acomo bijt dan het spits af. Wij hebben er alle vertrouwen in dat de teneur van deze halfjaarberichten gematigd positief zal zijn.

Voor geheel 2019 voorzien wij voor onze portefeuille een gewogen winstgroei van circa 8%, waarbij wij conservatieve aannames hanteren. Begin juli noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 13,9x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,3%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
 Willem Burgers
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 3 juli 2019

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen