

MAANDBERICHT OVER MEI 2019

Inleiding

Na vier maanden van onafgebroken koersstijgingen corrigeerde de Nederlandse aandelenmarkt in de maand mei. De AEX-Index daalde 4,7% naar 540,49, de Amsterdam Midkap Index leverde 9,1% in op 734,54 en de Amsterdam SmallCap Index verloor 5,0% op 966,20.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in mei met 7,6% van € 53,24 naar € 49,21. Over de eerste vijf maanden van 2019 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +13,6% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 3 juni 2019 bedroeg € 94,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 94,6 miljoen was belegd in 14 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind mei 0,3% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 juni 2019 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 48,95
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 49,21
Fondsvermogen	€ 94.891.182
Aantal uitstaande aandelen	1.928.697

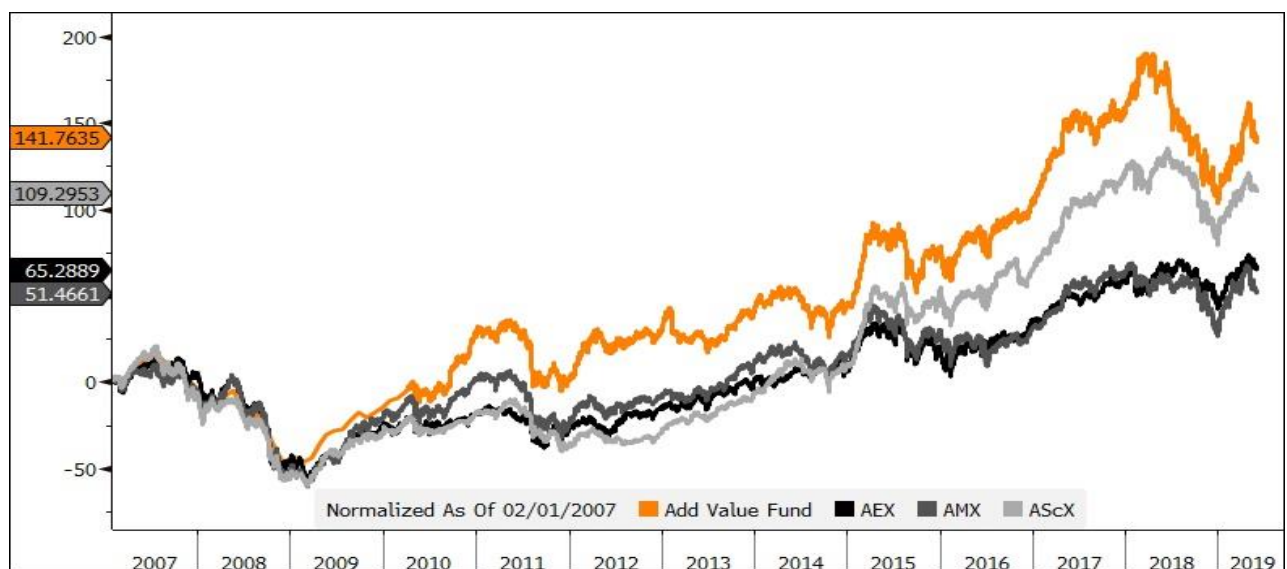
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+13,63	+141,76
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	+13,29	+65,29
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	+14,17	+51,47
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	+12,12	+109,30

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/5/2019

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/5/2019)

Peildatum: 31/5/2019

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	ASM International	+5,1	+39,3	+9,3	-13,5
2.	Nedap	+1,8	+5,5	+0,2	-6,6
3.	Hunter Douglas	-5,8	+5,9	+1,7	-2,5
4.	Neways Electronics Int.	-6,2	+24,8	-0,8	-2,3
5.	Brunel International	-15,7	+21,6	+8,1	-7,3
6.	Acomo	-16,5	+12,6	-2,4	-4,1
7.	Lucas Bols	-18,4	-10,6	-7,1	-7,1
8.	TKH Group	-27,2	-6,5	-2,8	-12,6
9.	Aalberts	-29,5	-4,7	-9,2	-15,7
10.	BE Semiconductor Ind.	-29,6	+5,7	-8,0	-21,0
11.	Flow Traders	-30,6	-8,2	-1,0	-1,3
12.	Koninklijke Brill	-34,0	+7,5	+2,9	-7,8
13.	Sif Group	-40,5	-16,6	+11,5	+2,9
14.	Kendrion	-49,6	-19,9	-14,6	-16,8

- 1) In mei realiseerde 1 van de 14 participaties (= 7%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 2 van de 14 participaties (= 14%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Sif Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Er zijn steeds meer signalen dat het winstmomentum van de onderneming aan kracht wint;
- 3) **BE Semiconductor Industries (Besi)** en **Kendrion** waren de zwakst presterende deelnemingen in mei. De koersen van beide ondernemingen verloren terrein door het oplaaiende handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China dat een nadelige invloed heeft op de investeringsbereidheid.

Bedrijfsnieuws

ASM International – Algemene Vergadering van Aandeelhouders

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
Brutomarge	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

CEO Chuck del Prado van ASMI, toonaangevend producent van front-end machines voor de halfgeleiderindustrie, gaf een overtuigende presentatie op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van maandag 20 mei jl. In april rapporteerde ASMI al uitstekende cijfers over Q1 2019. Niet alleen lag de omzet met € 249 miljoen boven de eerder door de onderneming afgegeven bandbreedte van € 225 – 245 miljoen, dit gold in versterkte mate voor de orderingang die met € 235 miljoen de eerdere voorspelling van € 200 – 220 miljoen ruimschoots overtrof. De hoge orderontvangsten komen uit de segmenten *logic* en *foundry*, waar klanten als Intel en TSMC momenteel bezig zijn met hoge volumeproductie van 10 en 7 nanometer chips, waarvoor ASMI's atomic layer depositie-techniek (ALD) en machines onmisbaar zijn.

Het is opzienbarend dat ASMI erin slaagt om stevig te groeien in een jaar dat de wereldwijde *Wafer Fabric Equipment Industry* de sterkste daling in tien jaar tijd doormaakt, naar verwachting een teruggang in machinebestedingen van 15%

tot 20%. Dit komt door de technologietransitie en de vraag naar steeds kleinere en snellere chips waarbij de chipmachines van ASMI een steeds belangrijker rol gaan spelen. Ofschoon ASMI zich onthoudt van een concrete prognose voor geheel 2019, werd op de jaarvergadering wel duidelijk aangegeven dat ASMI in elk geval een zeer sterke eerste helft van boekjaar 2019 doormaakt. 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. Daarnaast bedraagt de Sum-of-the-parts waardering van ASMI (11x EBIT front-end activiteiten + waarde 25% deelneming ASM PT + netto cashpositie van € 300 miljoen) momenteel circa € 60,- per aandeel, waartegen de actuele beurskoers van € 53,60 nog steeds schril afsteekt. Het aandeel blijft dan ook onverkort de grootste participatie in de portefeuille.

Hunter Douglas – solide start van het jaar

Bedragen in US\$ miljoen	Q1 2019	Q1 2018	% change
Netto omzet	783,6	818,4	-4
EBITDA	81,6	79,3	+3
EBITDA-marge	10,4%	9,7%	+70 bps
Nettowinst	34,5	33,1	+4
Winst per aandeel (€)	0,87	0,78	+12

Hunter Douglas, wereldmarktleider in de productie en verkoop van raambekleding en prominent aanbieder van architectonische producten zoals plafondsysteem en gevelbeplating, rapporteerde tevredenstellende cijfers over Q1 2019. Weliswaar daalde de gerapporteerde omzet met 4,3% door het effect van onder andere de verkoop van mastenbouwer Nedal in 2018 alsmede een negatieve valutatranslatie van 4%-punt, er was daarentegen wel een volumegroei van de omzet van 2%. Met uitzondering van de regio Azië was in alle geografische gebieden sprake van groei. In Europa, 40% van de groepsomzet (+4% volumegroei), presteerden Nederland en Groot-Brittannië het best. Opvallend is dat de groei in het Verenigd Koninkrijk voor 90% van onlineverkoper Blinds-to-go komt. Ook het in 2017 overgenomen Hillarys blijft uitstekend aan de winst bijdragen. Van de overige Europese kernmarkten presteerden Duitsland, Scandinavië en Frankrijk licht beter en was er een min in het Midden-Oosten door minder projectenbusiness. Noord-Amerika, 47% van de groepsomzet (+1% volumegroei), viel iets tegen. Niet zozeer de Verenigde Staten (+2,3%), maar wel Canada (-14,6%), waar de economie en huizenmarkt zich slecht ontwikkelen. Bij Levolor, overgenomen in 2016, blijft de gang van zaken gunstig. In de overige markten blijft Latijns Amerika (4% van de groepsomzet) zich moeizaam ontwikkelen, waarbij Chili de enige positieve uitzondering is. Azië (5% van de groepsomzet) meldde een volumedaling van 12% vanwege verminderde architectonische omzet. Dit is echter niet maatgevend voor FY 2019, omdat er op kwartaalbasis grote fluctuaties in deze omzet voorkomen.

Het management handhaaft de prognoses van de begrote investeringen (\$ 125 miljoen) en afschrijvingen (\$ 90 miljoen) voor FY 2019. De belastingdruk was met 19,3% hoger dan in Q1 2018 (15,8%). Voor FY 2019 zal deze rond 20% liggen. Hunter Douglas meldde voorts de overname van Stores-Discount, de toonaangevende e-commerce retailer van Frankrijk met 125 medewerkers en een jaaromzet (2018) van € 21 miljoen. Daarnaast neemt Hunter Douglas de West-Vlaamse specialist in zonwering Copaco Screenweavers over. Copaco Screenweavers is sinds eind jaren 50 van de vorige eeuw actief als producent van zonwering, muggengaas en zonwering in auto's. De groep, die ook een dochter in Australië heeft, was in 2018 goed voor een omzet van € 25 miljoen, een winst van € 1,5 miljoen en telt een honderdtal medewerkers. Wij zien vooralsnog geen aanleiding om onze winsttaxatie voor FY 2019 van € 7,20 (2018: € 6,55) aan te passen. Deze voorziene 10%-toename komt voor een groot deel op conto van een lagere belastingdruk (FY 2018: 27,5%) en de impact van de sterke US-dollar. Tegen de huidige beurskoers van € 62,- wordt 8,6x de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Bij een pay-out ratio van 31% komt de dividendtaxatie op € 2,25, hetgeen een dividendrendement van 3,6% oplevert.

Nedap - Trading update

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

High-tech onderneming Nedap meldde dat het Britse kledingbedrijf Superdry heeft gekozen voor !D Cloud, het toonaangevende RFID-softwareplatform van de marktgroep Nedap Retail. Deze grote stap in de omnichannel-strategie van de winkelketen moet de nauwkeurigheid van de voorraad vergroten alsmede de online omzet en die in de fysieke winkels op elkaar afstemmen. De RFID-oplossing zal worden geïmplementeerd in meer dan 200 winkels wereldwijd, in eerste instantie in het Verenigd Koninkrijk, Europa en de Verenigde Staten. Superdry is begonnen met het uitrolproces en verwacht dit in oktober 2019 te hebben afgerond met de *self deployment* methode van Nedap. Dankzij deze methode kan Superdry de oplossing in hoog tempo implementeren via de bestaande interne trainings- en uitrolinfrastructuur. Dat sluit aan op de ambities van de winkelketen om zich de technologie eigen te maken.

Tegen de huidige beurskoers van € 48,- wordt 16,7x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Nedap betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement een aantrekkelijke 5,2%.

Sif Holding – Algemene Vergadering van Aandeelhouders en Q1 2019

Bedragen in € miljoen	FY 2019 tax	FY 2018	% change	FY 2017	% change
Contributie	120	74,3		135,6	-45
EBITDA genormaliseerd	45	13,3		57,1	-77
Nettowinst	19	-2,1		30,8	
Productie in Kiloton	175	138		232	-41
Winst per aandeel (€)	0,75	-0,08		1,21	
Dividend per aandeel (€)	0,25	0,10		0,30	
<i>Orderboek – Kiloton</i>	2019	Na 2019			
<i>Gecontracteerd</i>	210	0			
<i>Exclusief onderhandeld</i>	0	155			

Sif Holding, leidend in offshore funderingen voor windturbines en olie- en gasplatformen, meldde in een summier persbericht een voorzichtige start van boekjaar 2019. De turnaround in resultaten was evengoed zichtbaar. De contributie steeg van € 17,3 miljoen in Q4 2018 naar € 18,8 miljoen in Q1 2019. De EBITDA verbeterde van € 0,3 miljoen naar € 4,1 miljoen. Het netto werkkapitaal sloeg om van € 14,2 miljoen per ultimo 2018 naar - € 21,8 miljoen eind Q1 2019, hetgeen een voorfinanciering van de uit te voeren projecten impliceert. De netto schuld daalde van € 30,4 miljoen per ultimo 2018 naar € 8,4 miljoen eind Q1 2019.

In een toelichting op de cijfers stelde CEO Fred van Beers dat Sif vanaf Q3 2019 weer zal zijn teruggekeerd naar een genormaliseerd productieniveau van bijna 60 kiloton op kwartaalbasis. In H1 2019 ligt de nadruk op de productie voor de windparken Seamade en Triton Knoll, die tezamen 130 kiloton staal, overeenkomend met 148 monopiles en 58 verbindingstukken, vertegenwoordigen. Vanaf Q3 wordt gestart met de werkzaamheden voor het project windpark

Borssele 1+2. Voor geheel 2019 koerst Sif af op een productievolume van circa 210 kiloton, corresponderend met 272 monopiles en 150 verbindingstukken. Naast de gecontracteerde opdrachten, is Sif in exclusieve onderhandeling over twee aanvullende opdrachten die vanaf 2020 in productie zullen worden genomen. Op de jaarvergadering, die op vrijdag 3 mei in Roermond werd gehouden, schetste Van Beers een uitgesproken positief perspectief voor de middellange termijn. Op basis van een studie van WoodMackenzie van december 2018 wordt een jaarlijkse toename van gemiddeld 4,8 gigawatt van de Europese offshorewind-installatiemarkt voorzien voor de periode 2018 – 2027.

Op wereldschaal bedraagt deze gemiddeld verwachte jaarlijkse toename zelfs 10 gigawatt. Voor Europa impliceert dit groeitempo globaal een verviervoudiging van de marktomvang in tien jaar tijd. Sif claimt in een uitstekende uitgangspositie te verkeren om een marktaandeel van 40-50% in de nichemarkt van XXL monopiles, met een diameter van tenminste 8 meter, te veroveren. Monopiles zijn met een aandeel van momenteel 82% de meest gewilde funderingsvorm van offshore windparken. Wij taxeren voor het lopende boekjaar tentatief een winst per aandeel van € 0,75 en een dividend van € 0,25. Tegen de huidige beurskoers van € 10,80 wordt thans 14,4x de getaxeerde winst voor aandelen Sif Holding betaald en komt het dividendrendement op 2,3%.

Brunel International – sterke start 2019 en herstel olie en gas business

Bedragen in € miljoen	Q1 2019	Q1 2018	% change
Omzet	266,2	213,8	+25
EBIT	12,1	7,2	+68
EBIT-marge	4,5%	3,4%	+110 bps
Gemiddeld # directe medewerkers	12.987	11.228	+16
Gemiddeld # indirecte medewerkers	1.609	1.527	+5
Ratio Direct/Indirect	8,1	7,4	

Detacheerder Brunel International kende een sterke start van boekjaar 2019 met een omzettoename van 25%, waarbij de oliegerelateerde omzet het voortouw nam. In de belangrijke detacheringmarkt DACH (Duitsland, Oostenrijk, Zwitserland) werd een recordomzet en -resultaat geboekt, hetgeen eveneens gold voor het segment Midden-Oosten. Nederland was een dissonant in Q1 2019: bij een omzetsdaling van 3% werd een 33% lagere EBIT van € 2,8 miljoen gerapporteerd. De oververhitte arbeidsmarkt hier te lande zorgt voor een onderstroom van flexkrachten naar vaste arbeidscontracten. Vanaf Q3 2019 verwacht Brunel een herstel van de binnenlandse markt. Overigens bruist CEO Jilko Andringa van het optimisme. Hij spreekt in een toelichting op de cijfers van 'zeer positieve vooruitzichten'. Met name in de Olie- en gasmarkt staan omvangrijke investeringsprogramma's op het punt van beginnen. Van oudsher is dit deel van de markt het favoriete speelveld van Brunel International. Voor het lopende boekjaar verhogen wij onze winsttaxatie licht van € 0,65 naar € 0,70 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 13,30 wordt 19x de getaxeerde winst voor de aandelen Brunel International betaald. Dat oogt als een stevige multiple, maar indien in aanmerking wordt genomen dat de olie- en gassector pas aan het begin van een nieuwe investeringscyclus staat, is enige nuancering gepast. Mocht Brunel erin slagen de komende 2-3 jaar terug te keren naar de topwinst van € 1,02 uit 2013, dan is de huidige waardering onzes inziens niet overdreven hoog.

Kendrion - matige start 2019

Bedragen in € miljoen	Q1 2019	Q1 2018	% change
Omzet	108,3	120,6	-10
EBITDA	12,7	17,7	-28
EBITDA-marge	11,8%	14,6%	-280 bps
Nettowinst	4,3	8,1	-46
Return on Invested Capital (ROIC)	10,4%	14,0%	
Winst per aandeel (€)	0,32	0,54	-41

Kendrion, toonaangevend producent van elektromagnetische systemen, rapporteerde matige cijfers over het eerste kwartaal 2019. De onderneming ondervindt de gevolgen van de zwakke gang van zaken in de internationale automotive-sector. De autoverkopen in Europa (-4%), de Verenigde Staten (-3%) en China (-13%) lagen over de gehele lijn 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 in een toelichting op de cijfers 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.

Kendrion lijkt tijdig de kostenbasis te hebben verlaagd en de organisatiestructuur te hebben 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. CEO 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.

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 € 1,66 (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%.

Aalberts – meeting met management

Bedragen in € miljoen	2018	2017	%	2016
Omzet	2.759	2.694	+2	2.522
EBITA	366	336	+9	298
<i>EBITA-marge</i>	13,3%	12,5%	+80 bps	11,8%
Nettowinst	275	238	+16	212
Winst per aandeel (€)	2,49	2,15	+16	1,92
Dividend per aandeel (€)	0,75	0,65	+15	0,58

Voor technologiebedrijf Aalberts was 2018 wederom een recordjaar. Onder topman Wim Pelsma wordt gestaag voortgebouwd aan een krachtige portfolio van zorgvuldig geselecteerde nichetechnologieën die wereldwijd blijken aan te slaan. De autonome omzetgroei bedroeg vorig jaar +5%, maar omdat er elk jaar niet-kernactiviteiten worden verkocht - in 2018 met een tegenwaarde van € 97 miljoen - bleef de gerapporteerde omzetgroei beperkt tot +2%. Aalberts weet jaar-op-jaar de marges te verhogen, hetgeen het directe gevolg is van een focus op het leveren van hoge toegevoegde waarde diensten. Voorts wordt de kennisportfolio ieder jaar aangevuld met gerichte *add-on* acquisities. In 2018 waren dat er een viertal, die ruim € 75 miljoen aan de groepsomzet toevoegden. Aalberts heeft op de Capital Markets Day van december 2017 als onderdeel van de strategie *Focused Acceleration 2018 – 2022* heldere financiële doelstellingen geformuleerd:

- Gemiddelde autonome omzetgroei (op jaarbasis): tenminste +3%
- EBITA-marge: > 14%
- Return on Capital Employed (ROCE): > 18% (2018: 16,6%)
- Free cashflow conversie: > 70% (2018: 67,6%)
- Leverage ratio: < 2,5 (2018: 1,3)
- Solvabiliteit: > 40% (2018: 53,2%)

Volgens CEO Wim Pelsma zijn er volop kansen om door te groeien naar een omzetniveau van € 3 – 4 miljard, maar dient dit wel op een gedisciplineerde manier te worden bereikt. Om die groei te materialiseren heeft Aalberts begin dit jaar zijn intrek genomen in een nieuw hoofdkantoor direct naast NS station Utrecht Centraal en werd dus afscheid genomen van de oude hoofdlocatie die was gelegen in het landelijke, maar moeilijk bereikbare, Langbroek.

Daarnaast schraptte het concern de term 'Industries' uit de bedrijfsnaam. Steeds meer business teams gebruiken het Aalberts-merk. Hierdoor wordt het eenduidiger en eenvoudiger voor klanten en wordt ook de kruisbestuiving tussen de verschillende niches bevorderd.

Anno 2019 kent Aalberts twaalf business teams met een vaste corporate structuur (CEO, CFO en COO) met elk eigen capex plannen en innovatie roadmaps. De focus ligt op tien technologieën en tien eindmarkten. Circa de helft van de groepsomzet is gerelateerd aan de bouwmarkt. Hiervan richt 60% zich op renovatie en kan om die reden als wederkerende omzet worden beschouwd. De toegenomen schaalomvang en slagkracht van Aalberts wordt gereflecteerd in meer dan 1.000 salesmensen die dagelijks nieuwe innovatieve producten introduceren en grote projecten binnenhalen. *Globalisation co-development* is eveneens een belangrijke groeidriver. Het belang van *key account management* neemt in de nieuwe opzet steeds verder toe. De Raad van Bestuur van Aalberts houdt elk jaar in november met de leiding van de twaalf business teams het 5-jarenplan van dat betreffende business team tegen het licht. Budgetten worden vastgesteld, doelstellingen aangescherpt en acquisitiekandidaten in kaart gebracht.

De gecombineerde budgetten van de business teams hebben ertoe geleid dat dit jaar investeringen (capex) ter waarde van € 150 miljoen worden uitgevoerd. Punt van zorg is het hoge werkkapitaal, per ultimo vorig jaar € 464 miljoen. Dit is het gevolg van de introductie van veel nieuwe producten die op voorraad liggen en door investeringen in het nieuwe distributienetwerk. Doelstelling is om het werkkapitaal de komende jaren met € 100 miljoen te verlagen naar marktconforme niveaus. CEO Pelsma is vol vertrouwen dat deze doelstelling zal worden bereikt, omdat er geen structurele oorzaken aan het hoge werkkapitaal ten grondslag liggen. Pelsma sluit niet uit dat het aantal acquisities in 2019/20 zal gaan toenemen. Begin mei werd in dit kader het Amerikaanse metaalbewerkingsbedrijf Precision Plating Company (PPC) overgenomen. PPC is goed voor een jaaromzet van ongeveer \$ 36 miljoen en heeft 150 medewerkers in dienst. Het bedrijf uit Chicago is gespecialiseerd in oppervlaktebehandeling van metalen onderdelen. PPC bouwt daartoe zijn eigen machines. De technologie van PPC is vergelijkbaar met die van Protection Electrolytique des Métaux (PEM) in Frankrijk, dat in 2018 door Aalberts werd overgenomen. Met de Europese bouwconjunctuur onverminderd op een hoog niveau, verhogen wij onze taxatie van de winst per aandeel 2019 van € 2,65 naar € 2,75 (2018: € 2,49). Tegen de huidige beurskoers van € 31,- wordt 11,3x de getaxeerde winst voor de aandelen Aalberts betaald. Het dividendrendement bedraagt bij een pay-out ratio van 30%, 2,7%.

Lucas Bols – jaarcijfers 2018/19

Bedragen in € miljoen	31 maart 2019	31 maart 2018	% change
Omzet	92,5	92,2	+0,3
Brutomarge	59,2%	62,0%	-280 bps
EBIT	20,8	23,6	-12
EBIT-marge	22,5%	25,6%	-310 bps
Nettowinst	12,9	14,7	-12
Winst per aandeel (€)	1,03	1,18	-13
Dividend per aandeel (€)	0,60	0,60	0

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 in meer dan 110 landen wereldwijd verkocht. De cijfers over 2018/19 waren positief voor wat betreft de groei van de wereldwijde merken, maar bleven per saldo toch achter bij de verwachtingen door een ongunstige geografische mix en een voortgaande daling van de omzet van de regionale merken. De omzet van de wereldwijde merken bedroeg

€ 71,6 miljoen, een stijging van 3,5% tegen constante wisselkoersen. Het merk Passoã bleef goed presteren, met een *mid-single* omzetgroei, vooral dankzij de uitbreiding van de distributie in het Verenigd Koninkrijk, de uitbreiding van het merk naar 45 staten in de Verenigde Staten, een aanzienlijke stijging van het aantal distributiepunten en herstel in Puerto Rico na de orkaan in 2017. Daarnaast werd de wereldwijde distributie van Passoã uitgebreid naar meer dan 50 landen. De omzet van de wereldwijde merken in West-Europa was licht lager dan in het voorgaande jaar. De uitdagende retailomgeving, met name in Frankrijk, België en Duitsland, had een negatief effect in deze regio. Dit kon niet volledig worden gecompenseerd door de sterke groei van Passoã in het VK en de dubbelcijferige groei van de wereldwijde merken in Nederland. De regionale merken realiseerden een omzet van € 20,9 miljoen, een daling van 5,9% ten opzichte van € 22,3 miljoen in 2017/18. In West-Afrika werd de omzet in H1 2018/19 negatief beïnvloed door tijdelijke invoerrestricties voor het merk Henkes in Togo en Benin.

CEO Huub van Doorne betoonde zich niettemin tevreden over de geboekte progressie in boekjaar 2018/19. Met name de sterke groei in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en China geeft een goed perspectief voor de toekomst. Dankzij een aanzienlijk aantal nieuwe en verlengde distributiecontracten met zowel bestaande als nieuwe distributiepartners heeft Lucas Bols de toegang tot belangrijke markten voor de komende jaren gewaarborgd en geoptimaliseerd. Het management geeft geen concrete prognose voor boekjaar 2019/20, maar stelt dat de onderliggende marktdynamiek in de wereldwijde cocktailmarkt gezond blijft en dat Lucas Bols met name in de groeiemarkten van de Verenigde Staten en China de marktpositie verder kan versterken. De retailmarkten in West-Europa blijven naar verwachting uitdagend, hetgeen de prestaties van de regionale merken zal blijven beïnvloeden. Wij taxeren een lichte stijging van de winst per aandeel voor het lopende boekjaar. Tegen de huidige *all time low* beurskoers van € 14,40 wordt slechts 13x de getaxeerde winst van € 1,10 per aandeel Lucas Bols betaald. Het dividendrendement laat zich berekenen op 4,2%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 3 juni 2019 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	14,9%
Hunter Douglas	14,9%
Flow Traders	13,3%
Nedap	10,0%
BE Semiconductor Industries	9,8%
Neways Electronics International	8,5%
TKH Group	7,5%
Sif Group	4,6%
Brunel International	4,1%
Kendrion	3,8%
Overige 4 participaties	8,3%
Liquiditeiten en overige	0,3%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De eerste handelsweek van juni bracht een technisch herstel van de beurskoersen na signalen van zowel de Fed als de ECB dat renteverlagingen waar nodig zullen worden ingezet om de economische groei te stabiliseren. Wij menen niettemin dat de handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China gedurende de zomermaanden toch beeldbepalend zullen zijn. Dit kan van tijd tot tijd voor stevige beurskoersfluctuaties zorgen. Op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van de 14 participaties uit onze portefeuille, bespeurden wij in algemene zin een gevoel van voorzichtigheid ten aanzien van de korte termijn macro economische vooruitzichten. Tegen deze achtergrond beschouwen wij de koerscorrectie van de maand mei, na de krachtige beursrally in april, als een gezond fenomeen. Op middellange termijn blijven wij onveranderd positief ten aanzien van de groeiperspectieven van onze participaties.

Voor geheel 2019 voorzien wij voor onze portefeuille een gewogen winstgroei van circa 8%, waarbij wij conservatieve aannames hanteren. Begin juni noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2019 van 13,1x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,1%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 7 juni 2019