

MAANDBERICHT OVER APRIL 2018

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt vertoonde koersherstel in april. De AEX-Index steeg 5,9% naar 555,73, de Amsterdam Midkap Index steeg licht met 0,4% naar 774,56 en de Amsterdam SmallCap Index klom 5,3% naar 1078,89.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in april 7,2% van € 60,67 naar € 56,32. Gecorrigeerd voor het in de verslagmaand uitgekeerde contante dividend van € 0,80 per aandeel, bedroeg de daling 5,9%. Over de eerste vier maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +2,8%.

Het fondsvermogen per 1 mei 2018 bedroeg € 121,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 116,0 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind april 4,8% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 mei 2018 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 56,60
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 56,32
Fondsvermogen	€ 121.888.783
Aantal uitstaande aandelen	2.164.121

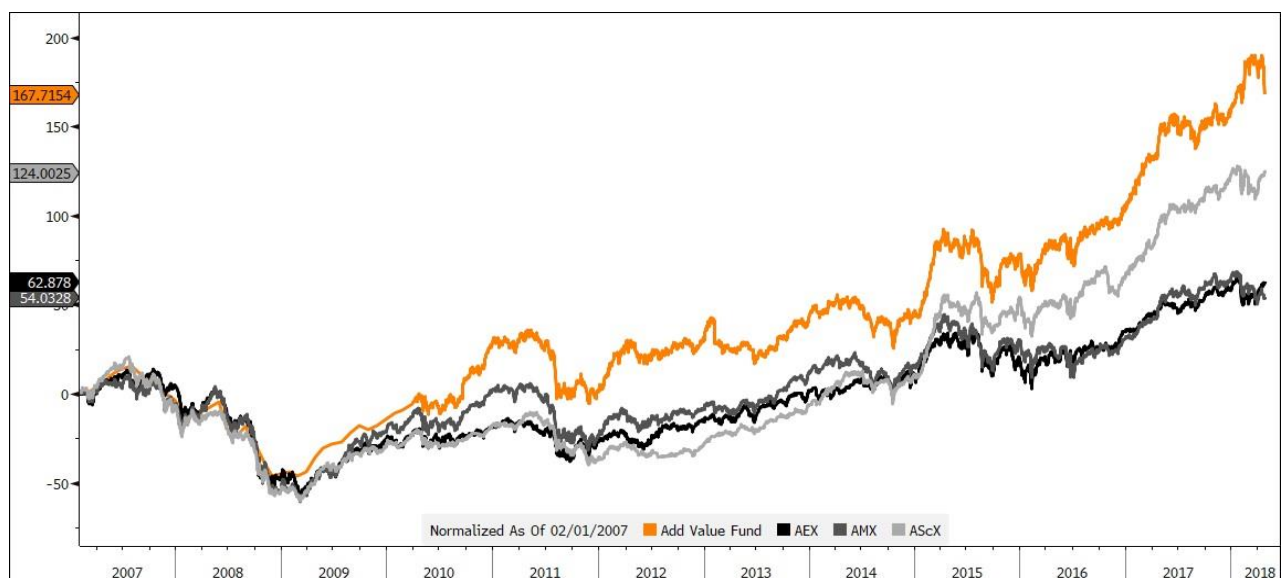
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+26,65	+2,79	+167,72
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	+3,42	+62,88
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-5,93	+54,03
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	+0,47	+124,00

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/4/2018

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/4/2018)

Peildatum: 30/4/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Nedap	+31,3	+26,0	+0,4	-1,6
2.	TKH Group	+24,2	-9,4	-2,1	+0,8
3.	BE Semiconductor Ind.	+19,6	-15,0	-26,0	-30,9
4.	Koninklijke Brill	+14,6	+0,1	+10,8	+6,3
5.	Flow Traders	+13,4	+50,3	+59,1	-7,3
6.	Aalberts Industries	+12,1	-3,6	-7,2	-1,3
7.	Neways Electronics Int.	+4,2	-2,5	-18,8	-12,5
8.	Kendrion	+2,0	-11,0	-21,0	+0,8
9.	Lucas Bols	+0,2	-9,0	-4,9	-2,2
10.	Brunel International	-4,6	+2,0	-5,6	0,0
11.	Sif Group	-5,7	-1,0	+10,8	-1,4
12.	ASM International	-10,0	-13,6	-14,3	-16,1
13.	Acomo	-13,7	-8,2	-11,1	+3,8
14.	Hunter Douglas	-14,7	-9,1	-11,2	-2,5
15.	Accell Group	-39,4	-26,1	-16,8	+9,4

- 1) In april realiseerden 5 van de 15 participaties (= 33%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 9 van de 15 participaties (= 60%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Accell Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Koersherstel volgde na een langdurige periode van koersdaling;
- 3) **BE Semiconductor Industries** was de minst presterende participatie in de portefeuille. Na een langdurige periode van significante *outperformance* zorgden winstnemingen door vooral Amerikaanse beleggers voor een sterke koersdaling in april. Wij menen dat deze koerscorrectie, evenals die van **ASM International** en **Neways Electronics International**, niet in verhouding staat tot het nog altijd uitstekende omzet- en winstmomentum in de halfgeleidersector.

Mutaties in de portefeuille

In april breidden wij de posities in **ASM International**, **BE Semiconductor Industries** en **Hunter Douglas** uit.

Bedrijfsnieuws

Flow Traders – Cijfers Q1 2018

(in € miljoen)	Q1 2018	Q4 2017	% change	Q1 2017	% change
Net trading income (NTI)	213,2	39,3	+443	48,3	+342
• EMEA	49,5	27,6	+79	30,6	+62
• Americas	152,7	5,8	+2.535	13,1	+1.069
• APAC (Asia)	11,0	5,9	+87	4,6	+140
EBITDA	133,9	13,2	+913	18,2	+637
EBITDA-marge	63%	34%		38%	
Nettowinst	109,7	7,9	+1.282	13,6	+705
Winst per aandeel (in €)	2,36	0,17		0,29	

Liquiditeitsverschaffer Flow Traders, de Europese marktleider op het gebied van market making in ETF's, rapporteerde recordresultaten over het eerste kwartaal van 2018. Begin februari had het management reeds aangekondigd dat Q1 2018 met recordresultaten zou worden afgesloten toen een korte felle marktcorrectie op met name de Amerikaanse aandelenmarkt tot een sterke stijging van de koersvolatiliteit leidde.

Uiteindelijk bleken de Net trading income (NTI) en de nettowinst nog ruimschoots boven de hoogste schattingen van analisten te zijn uitgekomen. Ofschoon op alle markten fraaie stijgingen werden gerealiseerd, springt de forse toename in Noord-Amerika het meest in het oog. Op deze veruit meest ontwikkelde ETF-markt werd het verdienmodel van Flow Traders eind januari en begin februari aan een serieuze test onderworpen.

De sinds juli 2015 beursgenoteerde liquiditeitsverschaffer slaagde met vlag en wimpel voor deze test. Als enige market maker bleef Flow Traders quotes afgeven in de hitte van de scherpe koersuitslagen van de bijbehorende handelssessies. Hierdoor werd in sommige ETF's nagenoeg een 100%-marktaandeel bereikt met extreem hoge beursomzetten in combinatie met ruime handelsmarges.

De lange termijn strategie van Flow Traders om structureel te blijven investeren in hoog opgeleide vakmensen en *state-of-the-art* IT-systemen betaalde zich hiermee uit. Na het tussentijds bericht van 9 februari jl., waarin melding werd gemaakt van de recordresultaten, herstelde de beurskoers van Flow Traders van € 20,- naar ruim € 37,- op 23 april, kort vóór publicatie van de definitieve kwartaalcijfers, ofwel een koersstijging van 85%.

Nadat het kwartaalbericht was uitgebracht, steeg de beurskoers kortstondig door naar € 38,- om vervolgens in een vrije val te geraken. Uiteindelijk werd op 27 april een laagste koers van € 31,62 aangetikt, d.i. een daling van bijna 17% ten opzichte van € 38,-, maar evengoed nog 58% boven de slotkoers van 2017 van € 20,-.

In de op het Q1 2018 rapport volgende analistenrapporten stond vooral het eenmalige karakter van de zeer hoge winstgevendheid in de Amerikaanse markt centraal en werden koersdoelen hooguit marginaal opwaarts aangepast. Naar onze mening is het winstpotentieel van Flow Traders de komende periode aanzienlijk groter dan thans door marktvolgers wordt ingeschat. Daarbij is de inschatting dat de terugkeer van de volatiliteit in financiële markten begin 2018 niet zo zeer een incident is als wel een omslag in de algemene beursstemming, cruciaal.

De zwakke resultaten van Flow Traders over 2017, toen slechts een winst per aandeel van € 0,85 werd gerealiseerd, werden gerealiseerd onder een gesternte van een ongewoon lage koersvolatiliteit gedurende een ononderbroken periode. Dit in afwijking van het geldende patroon in voorgaande jaren toen er altijd wel één of meer perioden van kortstondig hevige koersfluctuaties waren, waarvoor Flow Traders optimaal was gepositioneerd. Denk aan de Chinese onrust op financiële markten in 2015 en de brexit en de onverwachte winst van Donald Trump in de Amerikaanse verkiezingen een jaar later.

In 2017 ontbrak een dergelijk event, hetgeen als tamelijk uitzonderlijk kan worden aangemerkt. Tegen deze achtergrond menen wij dat een winstprognose voor 2018 moet zijn gebaseerd op een normale gemiddelde koersvolatiliteit, waarbij kan worden gedacht aan een VIX-niveau tussen de 15 en 25.

In een dergelijke marktomgeving mag Flow Traders in staat worden geacht om op kwartaalbasis tenminste € 0,40 per aandeel te verdienen. Dit impliceert voor boekjaar 2018 een getaxeerde winst per aandeel van € 2,36 + (3 x € 0,40) = € 3,56 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 32,- wordt Flow Traders alsdan gewaardeerd tegen 9x de verwachte winst.

Omdat de onderneming vasthoudt aan een contante dividenduitkering van tenminste 50% van het nettoresultaat komt het verwachte dividendrendement in dit scenario op 5,6%. Wij houden echter rekening met een pay-out ratio van circa 60%, waarmee een dividendrendement van 6,7% binnen bereik komt.

Flow Traders is, gezien het *asset light* verdienmodel eenvoudig in staat een dergelijke uitkering te doen, temeer nu is gebleken dat er per eind maart 2018 een kapitaaloverschot van € 183 miljoen aanwezig was volgens de nieuwe CRR *capital requirement regulation*. Wij wijzen er tenslotte op dat de huidige beurskoers van Flow Traders exact dezelfde is als de IPO-prijs van drie jaar geleden. Inmiddels kan worden vastgesteld dat de onderneming sindsdien sterk in concurrentiekracht en weerstandsvermogen is gegroeid, hetgeen nog niet wordt weerspiegeld in een navenante beurskoersappreciatie.

ASM International – Q1 2018

Bedragen in € miljoen	Q1 2018	Q4 2017	%	Q1 2017	%
Omzet	159,0	181,5	-12	156,8	+1
Ontvangen orders	206,5	203,2	+2	204,2	+1
<i>Bruto winstmarge (%)</i>	<i>37,8%</i>	<i>39,6%</i>		<i>43,0%</i>	
Bedrijfsresultaat	11,8	26,0	-55	19,4	-39
Genormaliseerde nettowinst	18,8	36,6	-49	46,2	-59
Winst per aandeel (€)	0,27			0,68	-60

De eerste kwartaalcijfers 2018 van ASMI, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, bleven achter bij de verwachting van analisten. De omzet bleek aan de onderkant van de eerder door de onderneming gemelde bandbreedte van € 155 – 175 miljoen te zijn uitgekomen, terwijl de terugval van de brutomarge naar 37,8% sterker was dan voorzien. Daarentegen was de orderingang met € 206,5 miljoen beter dan verwacht gezien de eerder genoemde prognose van € 190 – 210 miljoen.

Volgens CEO Chuck del Prado werd de brutomarge in Q1 2018 nog negatief beïnvloed door een ongunstige productmix, alsmede door aanloopkosten die samenhangen met de route naar voortgaande groei. Del Prado stelde een aanzienlijke verbetering van de brutomarge in het vooruitzicht in Q2 2018, richting de 40-45% bandbreedte, ofwel het traditioneel vertrouwde niveau van ASMI.

Deelneming ASM PT (ASMI houdt een belang van 25% in deze leverancier aan de back-end tak van de halfgeleiderindustrie) presteerde beter dan verwacht met een nettowinst van HK\$ 618 miljoen, ruim 5% boven de marktconsensus en respectievelijk 17% en 36% boven de resultaten van Q1 2017 en Q4 2017.

De orderingang was bovendien met HK\$ 754,2 miljoen zeer sterk en lag 24% hoger dan Q1 2017 en 52% boven Q4 2017. Voor Q2 2018 verwacht ASMI een omzetniveau van € 200 – 230 miljoen te realiseren, terwijl de orderingang op € 160 – 200 miljoen wordt begroot. De ruime marge die bij de orderingang wordt gehanteerd, wijst op de nodige onzekerheid van de exacte timing van het binnenhalen cq verantwoorden van deze opdrachten.

ASMI handhaaft de eerdere prognose voor geheel 2018 van een sterkere groei dan de *wafer fab equipment* markt die volgens onderzoeksbureaus dit jaar met een *high single digit* percentage zal groeien. Dit betekent dat het accent van de groei bij ASMI nadrukkelijk in de laatste drie kwartalen van het jaar zal liggen.

Op maandag 28 mei a.s. wordt de Algemene Vergadering van Aandeelhouders gehouden. Op de agenda voor deze vergadering staat onder meer het dividendvoorstel om regulier € 0,80 per aandeel uit te keren, alsmede een speciale netto uitkering van € 4,00 per aandeel als onderdeel van de terugbetaling van een deel van de opbrengst van de verkoop van een 9%-belang in ASM PT begin november van vorig jaar.

Tevens wordt voorgesteld om 6 miljoen eigen aandelen die eerder zijn ingekocht, zogenaamde *treasury shares*, in te trekken. Tenslotte zal ASMI na de AvA wederom een aandeleninkoopprogramma van € 250 miljoen gaan uitvoeren.

De beurskoers van ASMI daalde na publicatie van de Q1 2018 cijfers per saldo met 16% tot € 49,70 per ultimo april. Gezien het feit dat de onderneming de prognose voor FY 2018 intact laat en er overigens ook geen signalen zijn van een sterke neerwaartse bijstelling van de vooruitzichten in de sector, hebben wij het belang in ASMI op deze lagere beurskoers vergroot. Tegen de huidige beurskoers van € 51,80 wordt 13,8x de getaxeerde winst 2018 van € 3,75 voor de aandelen ASMI betaald en bedraagt het dividendrendement 1,5% uitgaande van het reguliere dividend van € 0,80 per aandeel.

BE Semiconductor Industries – Q1 2018 en AvA

<i>Bedragen in € miljoen</i>	Q1 2018	Q4 2017	%	Q1 2017	%
Omzet	154,9	153,2	+1	110,2	+41
Ontvangen orders	205,8	149,4	+38	239,8	-14
EBITDA	52,0	55,5	-6	34,2	+52
Nettowinst	37,1	43,6	-15	24,3	+53
Winst per aandeel (€)	1,00	1,17	-15	0,65	+54
Netto kaspositie	290,1	247,6	+17	175,7	+65

Besi, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde sterke cijfers over het eerste kwartaal van 2018. De gunstige tendensen die de cijfers over 2017 positief beïnvloedden, werkten onveranderd door in de eerste drie maanden van 2018. De overall performance verbeterde verder door een positief investeringsklimaat in Advanced Packaging toepassingen, het bedrijfssegment waarin Besi excelleert. Hierdoor stegen omzet en nettowinst met respectievelijk 41% en 53% in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder. Bovendien verbeterde de brutomarge in Q1 2018 verder tot een zeer hoog niveau van 56,5% (Q4 2017: 56,3%; Q1 2017: 55,7%), hetgeen bewijst dat Besi erin blijft slagen efficiënter te produceren – mede door een grotere schaalomvang – ondanks het negatieve effect van valuta-invloeden, in het bijzonder de daling van de US\$ tegen de euro.

De cijfers over Q1 2018 werden nadelig beïnvloed door bonusbetalingen aan medewerkers, die een weerslag vormden van het succesvol verlopen voorgaande jaar, en die bovendien niet fiscaal aftrekbaar zijn, waardoor de belastingdruk eveneens steeg. Anders gezegd, de kwaliteit van de gepresenteerde Q1 2018 cijfers was feitelijk beter dan op het eerste gezicht lijkt.

Voor Q2 2018 voorspelt het management een omzetgroei van 10-15% ten opzichte van Q1 2018 en voorts dat de omzet over H1 2018 naar verwachting met ongeveer 17% zal toenemen in vergelijking met H1 2017, uitgaande van een gemiddelde omzetgroeiervachting van 12,5% in Q2 2018. In Q2 2018 zullen de operationele kosten naar verwachting circa 5 -10% dalen in vergelijking met Q1 2017 (immers geen bonusafdrachten), waardoor de operationele winst in dit kwartaal verhoudingsgewijs hoger zal uitkomen. Hierdoor zal het halfjaarresultaat van Besi, uitgaande van deze prognose, een stijging van circa 17% laten zien in vergelijking met dezelfde periode van 2017.

Ondanks deze goede cijferreeks in combinatie met de optimistische outlook voor het komende kwartaal, onderging de beurskoers een correctie van ruim 30% na publicatie van het kwartaalbericht. Deze significante correctie lijkt het directe gevolg te zijn van enerzijds het zwakke beurs sentiment van de Amerikaanse semicon-aandelen – de toonaangevende SOX-index corrigeerde ruim 6% in april – en anderzijds van een recente neerwaartse bijstelling van onderzoeksbureau VLSI Research die de gemiddelde groeiverwachting voor 2018 voor de *back-end* industrie verlaagde van 18,1% naar 12,5%.

Wij menen dat Besi ook bij een lagere groei in H2 2018 nog altijd een *high single digit* groei van de winst per aandeel voor het gehele jaar zal kunnen realiseren. Tegen de huidige beurskoers van € 31,- (per vrijdag 4 mei zijn de aandelen Besi 2:1 gesplitst) wordt 12,4x de getaxeerde winst van € 2,50 per aandeel (2017: € 2,32) betaald.

Omdat de ruime netto kaspositie een 100% pay-out ratio in 2018 alleszins toelaat, bedraagt het dividendrendement alsdan 8,1%. Op grond van deze bescheiden waardering hebben wij de positie in Besi, na bekendmaking van het kwartaalbericht, verder uitgebreid.

Neways Electronics International - Q1 2018

Bedragen in € miljoen	Q1 2018	Q1 2017	%-verandering
Netto omzet	122,3	107,6	+13,7
Orderingang	152,6	132,0	+15,6
Book-to-bill	1.14	1.10	

Neways Electronics International, actief in de Electronic Manufacturing Services (EMS) industrie, kende een sterke start van 2018. Gedragen door een sterke groei in toelieferingen aan de semiconductor- en industriële sector werd een volledig autonome omzettoename van ruim 13% gerealiseerd. De omzetten in de sectoren Automotive en Medisch bleven op hetzelfde niveau als in Q1 2017, terwijl de omzet in Defensie licht afnam. De stijging in de orderingang overtrof met bijna 16% zelfs de gerealiseerde omzetstijging.

Per eind maart 2018 gaf het orderboek een recordstand van € 281,8 miljoen aan, een toename van maar liefst 37% ten opzichte van de stand een jaar geleden (Q1 2017: € 205,9 miljoen). Ook ten opzichte van eind 2017 was er een toename (+7%). De stijging van het orderboek kan vooral op conto van de automotive sector worden geschreven.

CEO Huub van der Vrande meldde in een toelichting op de cijfers dat ook het bedrijfsresultaat verbeterde in het eerste kwartaal: de productiviteit lag hoger dan in Q1 2017 ondanks de druk op de organisatie vanwege de sterke groei van de activiteiten. Toch kan Neways nog niet het volledige voordeel uit de versterkte marktpositie naar zich toe trekken. Daarvoor zijn de aanhoudende schaarste aan componenten en de onvoldoende beschikbaarheid van gekwalificeerd personeel vooralsnog te grote obstakels.

Neways herhaalde de prognose voor FY 2018 en stelt in een uitstekende uitgangspositie te zijn om zowel een hogere omzet als hoger operationeel resultaat te realiseren. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2018 op € 1,15 (2017: € 1,00), waarmee de aandelen Neways Electronics International op de huidige beurskoers van € 13,45 worden verhandeld tegen 11,7x de verwachte winst. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 40% komt het dividendrendement alsdan op 3,4%.

Sif Group, producent van monopiles en transitiestukken voor de offshore wind- en olie- en gasindustrie, meldde de definitieve toekenning van het contract voor de levering van 77 monopiles van in totaal 68 kiloton voor het offshore windpark Borssele III en IV. Dit windpark wordt ontwikkeld door het consortium Blauwwind II dat bestaat uit Shell, Eneco, Van Oord en Diamond Generating Europe, een dochteronderneming van Mitsubishi Corporation.

Het contract werd toegekend door Van Oord, de EPCI contractor van het project. Het Borssele III & IV windpark ligt circa 22 kilometer uit de kust van Zeeland. Het project beslaat een gebied van 122 vierkante kilometer met waterdiepten tot 38 meter en heeft betrekking op de installatie van Vestas V164-9.5 MW windturbines. De turbines zullen worden gebouwd op monopile-funderingen zonder transitiestukken. De totale geïnstalleerde capaciteit van het Borssele III & IV windpark zal 731,5 MW bedragen. De productie van de monopiles staat gepland voor de periode juli – december 2018. Genoemd project was reeds gemeld in het orderboek van Sif onder 'exclusieve onderhandelingen' en zal vanaf nu worden gepresenteerd als vast contract. Met deze opdracht stijgt het orderboek van 2018 naar een totaal volume van 183 kiloton. De jaarlijkse productiecapaciteit op de productielocatie Roermond en Maasvlakte 2 bedraagt circa 300 kiloton, zodat de bezettingsgraad dit jaar stijgt naar 61%.

Zoals reeds bij het tussentijdse bericht van Q3 2017 bekend was gemaakt, zal 2018 een transitiejaar worden, waarbij de bezettingsgraad tijdelijk lager ligt. Echter, met het definitief binnenhalen van de opdracht voor Borssele III & IV, is de teruggang in omzet/bezetting/resultaat minder sterk dan aanvankelijk werd gevreesd. Bovendien is Sif genoodzaakt om in Q2 2018 het noodzakelijke onderhoud van de machines, met name die in Roermond, uit te voeren, hetgeen cruciaal is om de kwaliteit van de output in volgende jaren te kunnen garanderen.

De balanspositie van Sif is sterk: de lange schuld daalde van ruim € 42 miljoen naar € 26 miljoen eind 2017 en zal naar verwachting de komende jaren verder afnemen omdat de capex, na afronding van het expansieprogramma, zal dalen naar jaarlijks € 6 – 8 miljoen bij afschrijvingen van € 13 – 15 miljoen.

Voor Q1 2019 is reeds het project Triton Knoll (circa 60 kiloton) gecontracteerd en 100 kiloton is al in de fase van exclusieve onderhandelingen. De projectenpijplijn voor 2019 – 2020 is daarnaast goed gevuld met potentiële

opdrachten voor Fryslan en Borssele I & II in Nederland, drie projecten in België (Mermaid, NorthWester en Seastar), alsmede 2 – 3 projecten in Frankrijk. Bovendien is er op middellange termijn zicht op productie voor exportmarkten in het Verre Oosten (Taiwan, Japan) en de Verenigde Staten.

CEO Jan Bruggenthijns zal deze komende bloeiperiode van Sif niet meer als bestuurder meemaken. Hij is om privéredenen teruggetreden per 3 mei jl.

Wij hebben er vertrouwen in dat Sif met een nieuwe CEO, die leiding zal geven aan het zeer ervaren managementteam, het geschetste zonnige perspectief daadwerkelijk zal gaan realiseren. Tegen de huidige beurskoers van € 18,50 wordt thans 10,6x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Sif Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 2,8%, uitgaande van een pay-out ratio van 30%.

Aalberts Industries – AvA 18 april 2018

	2015	2016	2017	2018Tax	Target
Omzetgroei (%)	+12	+2	+7	+5	>3
EBITA-marge (%)	11,0	11,8	12,5	13,0	>14,0
ROCE (%)	14,3	14,7	16,2	17,0	>18,0
Free Cashflow conversion ratio (%)	66,1	69,8	73,4	74,0	>70,0
Leverage ratio (%)	1,8	1,7	1,3	1,0	< 2,5
Solvabiliteit (%)	46,9	48,7	52,0	53,5	>40,0

Industrieel toeleverancier Aalberts Industries slaagt er steeds beter in het verdienmodel te vertalen naar klinkende resultaten. Op de jaarvergadering gaven de leden van de Raad van Bestuur onder leiding van CEO Wim Pelsma een toelichting op de succesvolle ontwikkeling van de groep, waarbij in alle vier segmenten – Installation Technology, Material Technology, Climate Technology en Industrial Technology – progressie wordt geboekt. De Linked In-strategie die werd uitgerold in de periode 2015 – 2018 krijgt een passend vervolg met de Focussed Acceleration-strategie voor de periode 2018 – 2022. In deze benadering streeft Aalberts Industries ernaar niet zozeer een breder pakket van diensten aan te bieden, maar veeleer het bestaande pakket te verdiepen, waarbij toegepaste technologische innovaties de doorslag geven.

CEO Wim Pelsma zet daarbij in op snellere innovatietrajecten, andere salesstructuren en het toepassen van digitalisering. Ook op het gebied van *pricing* zijn er nog volop mogelijkheden. Volgens Pelsma is van het beschikbare potentieel pas 20-30% gerealiseerd en kan er een fors hoger rendement worden behaald, 'mits je de juiste marktpositie hebt'. In dit kader is portfolio management heel belangrijk. Aalberts heeft plannen om niet-kernactiviteiten met een omzetwaarde van circa € 50 miljoen te gaan desinvesteren. Tegen deze achtergrond moet ook onze bescheiden omzetprognose voor 2018 van +5% worden gezien. Daarbij speelt voorts de ongunstige US-dollar koers een rol: deze noteerde in Q1 2018 circa 10% onder het niveau van een jaar eerder, hetgeen een wissel trekt op omzet- en resultaatengroei. Overigens lijkt Aalberts Industries uitstekend op koers te liggen om de geformuleerde doelstellingen van de Focussed Acceleration-strategie (zie laatste kolom) te gaan realiseren. De sterk verbeterde stroomlijning van de organisatie geeft Aalberts Industries momenteel een stevige rugwind.

Voor 2018 handhaven wij onze prognose van een winst per aandeel van € 2,40 (2017: € 2,15). Tegen de huidige beurskoers van € 41,70 worden de aandelen Aalberts Industries daarmee op 17,4x de verwachte winst gewaardeerd en komt het verwachte dividendrendement op 1,7% uitgaande van een stabiele 30% pay-out ratio.

Accell Group – AvA 25 april 2018 (bedragen in € miljoen)

	FY 2018tax	FY 2017	FY 2016	% 18 vs 17
Omzet	1.100	1.069	1.048	+3
EBIT	45,0	38,0	60,4	+18
Nettowinst	25,0	10,5	32,3	+138
Winst per aandeel (€)	0,95	0,40	1,24	+138
Dividend per aandeel (€)	0,48	0,50	0,72	-4

In de jaarvergadering werd ingegaan op de strategische progressie sinds 1 januari 2018. In de afgelopen maanden zijn goede stappen gezet met de invulling van de aangescherpte strategie. De centrale organisatie en aansturing is versterkt met de opzet van een matrixstructuur en de aanstelling van een nieuwe Chief Commercial Officer (COO) in de persoon van Jeroen Hubert. Naast een nieuwe Chief Financial Officer (CFO), wordt momenteel het zoekproces afgerond naar een nieuwe Managing Director voor de DACH-landen (Duitsland, Oostenrijk en Zwitserland), een Chief Digital Officer en een Chief Marketing Officer waarmee de centrale organisatie op sleutelposities volledig zal zijn ingevuld.

Binnen supply chain is gestart met de voorbereidingen voor een meer gerichte inzet van de drie grote productievestigingen in Europa, te weten: 'low cost production' in Turkije, e-bikes in Hongarije en een flexibele fabriek gericht op efficiënte productie van kleinere series in Nederland.

In Noord-Amerika heeft Accell Group in maart haar minderheidsbelang in Beeline Bikes uitgebreid naar 100%. Beeline Bikes (www.beelinebikes.com) is een pionier op het gebied van mobiele service die de fietsvakhandel in Noord-Amerika met haar technologieplatform en franchisemodel een pasklare oplossing biedt voor verkoop, service en dataverzameling.

Na bevestiging door de kortgedingrechter werd in Nederland het contract met International Bike Group (IBG) in april beëindigd. Deze stap draagt bij aan een eerlijke prijsstelling tussen de verschillende verkoopkanalen en helpt Accell Group om de vertrouwensrelatie met de vakhandel in Nederland te herstellen.

Onder aanvoering van de nieuwe CEO Ton Anbeek (voorheen Beter Bed Holding) gaat Accell de vorig voorjaar aangescherpte strategie ten uitvoer brengen die in 2022 naar een groepsomzet van € 1,5 miljard moet leiden en een EBIT-marge van 8% (2017: 3,6%) moet bewerkstelligen. De uitrol van deze strategie wordt in het lopende boekjaar versneld met een sterkere nadruk op complexiteitsreductie binnen de groep, centrale aansturing van (e)commerce en innovatie en een betere benutting van de schaal en synergiepotentie over de hele waardeketen en alle regio's heen.

Accell trekt de komende vijf jaar in totaal € 30 – 40 miljoen uit voor extra uitgaven ten behoeve van de strategie-executie, bovenop de in 2017 gemaakte kosten. Daarvan verwacht Anbeek een bedrag van € 60 – 80 miljoen aan structurele besparingen op jaarbasis in 2022 te realiseren. 2018 wordt in dit kader aangemerkt als een belangrijk transitiejaar waarin de eerste resultaten van de nieuwe strategie zichtbaar moeten worden.

Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel van € 0,95 per aandeel (2017: € 0,40), gedragen door voortgaande goede verkopen in het Duitstalige gebied en een goede performance van de onderdelen- en accessoires divisie. Daarnaast zullen de eenmalige lasten en de belastingdruk beduidend lager uitkomen dan in 2017.

Om in 2022 de geformuleerde doelstellingen te kunnen realiseren, zal Accell Group de komende jaren een of meer acquisities gaan doen. Wij schatten in dat deze naar verwachting in de onderdelen- en accessoires divisie gaan plaatsvinden, omdat daar de voordelen uit schaalgrootte het meest evident zijn.

Tegen de huidige beurskoers van € 18,80 wordt 19,8x de verwachte winst voor de aandelen Accell Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 2,6%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 mei 2018 betreffen:

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

Vooruitzichten

De door onze participaties gepresenteerde cijfers over het eerste kwartaal 2018 bevestigen het algemene beeld van een voortzetting van een gezonde omzet- en winstgroei. Daarentegen was de gemiddelde koersreactie op de gepresenteerde cijfers en vooruitzichten eerder een negatieve, in het bijzonder voor de ondernemingen die actief en/of gerelateerd zijn aan de halfgeleiderindustrie. Wij menen dat deze negatieve koersreactie vooral duidt op een toegenomen terughoudendheid bij beleggers, die is ingegeven door de verwachting dat de rentetarieven in de loop van dit jaar zullen gaan oplopen. Anders gezegd, er is feitelijk winstgenomen op posities die de afgelopen één à anderhalf sterk in beurskoers zijn gestegen. Wij menen dat de betreffende deelnemingen op de verlaagde beurskoersen uiterst interessant zijn gewaardeerd. Deze mening is gebaseerd op de verwachting dat de mondiale economische groei in de tweede helft van 2018 weliswaar zal afzwakken, maar nochtans ruimschoots positief zal blijven. Daarnaast houden wij rekening met een toenemende invloed vanuit fusies en overnames.

Per eind april noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 14,2x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 3,5% (exclusief eenmalige uitkeringen).

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
 Willem Burgers
 Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 14 mei 2018

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen