

MAANDBERICHT OVER APRIL 2017

Inleiding

In april vervolgde de Nederlandse aandelenmarkt de gestage opwaartse trend van de voorgaande maanden. De AEX-Index steeg 1,5% naar 521,13, de Amsterdam Midkap Index klom 5,8% naar 781,67 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 7,7% toe op 974,12.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in april met 7,4% van € 50,18 naar € 53,88. Over de eerste vier maanden van het jaar werd een beleggingsresultaat na kosten behaald van +21,1%.

Het fondsvermogen per 2 mei 2017 bedroeg € 105,9 miljoen, waarvan een bedrag van € 100,2 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 5,4% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 mei 2017 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 54,15
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 53,88
Fondsvermogen	€ 105.917.703
Aantal uitstaande aandelen	1.965.918

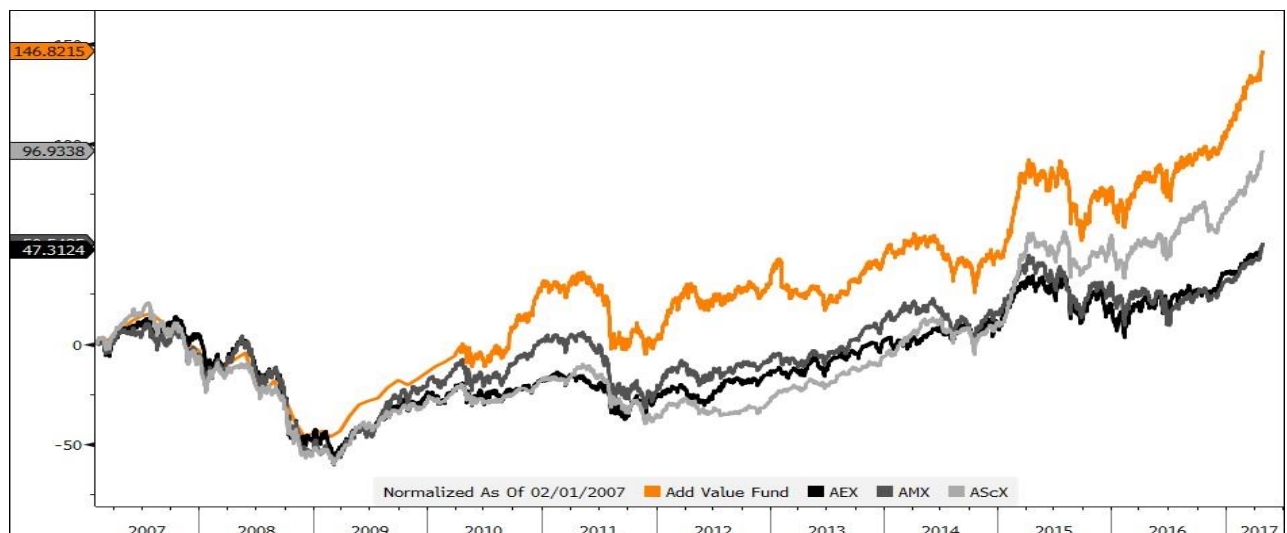
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+21,05	+146,82
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+8,99	+47,31
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+14,66	+50,55
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+18,75	+96,93

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 28/4/2017

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/4/2017)

Peildatum: 28/4/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Neways Electronics Int.	+86,5	+28,3	+32,7	+15,7
2.	BE Semiconductor Ind.	+82,3	+61,7	+43,5	+25,4
3.	Accell Group	+72,9	+40,4	+47,4	+24,8
4.	Hunter Douglas	+68,5	+52,5	+27,8	+17,6
5.	ASM International	+55,1	+42,2	+21,2	+5,0
6.	Kendrion	+53,1	+24,7	+24,6	+9,4
7.	Nedap	+25,9	+21,9	+8,9	-1,4
8.	Koninklijke Brill	+25,2	+21,9	+18,4	+2,5
9.	TKH Group	+22,3	+20,3	+12,4	+4,9
10.	Aalberts Industries	+21,7	+26,6	+12,2	+4,1
11.	Acomo	+8,5	+24,5	+24,5	+8,9
12.	Lucas Bols	+0,4	+6,7	+1,2	+2,1
13.	Koninklijke Vopak	-12,7	-10,0	+4,3	+1,3
14.	Flow Traders	-18,5	+0,6	-12,5	-4,2
15.	Brunel International	-20,8	+4,9	-3,9	+2,3
16.	Sif Group	-,	+25,5	+5,7	-2,8

- 1) In april realiseerden 13 van de 16 participaties (= 81%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 12 van de 15 (exclusief Sif Group) participaties (= 80%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **BE Semiconductor Industries** en **Accell Group** bovengemiddeld in de portefeuille. BESI rapporteerde sterke Q1 2017 cijfers en een spectaculaire stijging van de orderintake die aanleiding was voor een *re-rating* van het aandeel. Fietsenproducent Accell werd door sectorgenoot Pon Holdings verrast met een bod op de onderneming;
- 3) **Flow Traders** en **Sif Group** waren, net als in maart, *underperformers* in de portefeuille. Een herplaatsing van een groot pakket aandelen en lage volatiliteit op de beurzen zorgde voor aanhoudende koersdruk bij Flow Traders, terwijl de beurskoers van Sif Group onder druk lag na een zeer sterke koersappreciatie in de eerste twee maanden van het jaar.

Mutaties in de portefeuille

In april hebben wij de belangen in **Flow Traders**, **Hunter Douglas** en **Neways Electronics International** uitgebreid. Daarentegen namen wij gedeeltelijk winst op de participatie in **BESI**.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas, wereldmarktleider op het gebied van raambekleding en een toonaangevend producent en distributeur van architectonische producten, heeft een belang van 49% genomen in de Vietnamese branchegenoot Blaze. Blaze, dat onder meer vouw- en rolgordijnen ontwerpt en produceert, is een strategische toeleverancier van de Britse webwinkel Blinds2go, in welke onderneming Hunter Douglas vorig jaar een belang van 60% verwierf. Via de participatie in Blinds2go, de online marktleider in het Verenigd Koninkrijk op het gebied van raambekleding, poogt Hunter Douglas een leidende positie op de snelgroeiende internationale onlinemarkt te verwerven. Bij Blaze werken 250 mensen. Het bedrijf uit Hanoi behaalde in 2016 een omzet van \$ 15 miljoen.

Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel 2017 van Hunter Douglas van € 7,00, een stijging van 32% ten opzichte van 2016. Tegen de huidige beurskoers van € 74,- wordt aldus 10,6x de verwachte winst 2017 voor de aandelen Hunter Douglas betaald en komt het dividendrendement op 3,1% uitgaande van een onveranderde pay-out ratio van 33%. Ondanks het feit dat de beurskoers van Hunter Douglas de afgelopen twaalf maanden ruim 69% is

gestegen, menen wij dat de waardering van het aandeel nog altijd veel te laag is. Een genormaliseerde koers/winst verhouding van 15x zou tot een doelkoers van € 105,- leiden, waarmee het opwaarts koerspotentieel op ruim 41% kan worden berekend.

ASM International, machineproducent voor de halfgeleiderindustrie, rapporteerde tevredenstellende cijfers over het eerste kwartaal 2017 en meldde een beter dan verwachte instroom van nieuwe orders. De omzet kwam uit op € 144,5 miljoen, een daling van 16% ten opzichte van Q4 2016 (€ 172,6 miljoen) en een stijging van 1,5% in vergelijking met Q1 2016 (€ 142,4 miljoen). De brutomarge kwam uit op 43,5% (Q4 2016: 44,9%; Q1 2016: 43,9%). Het bedrijfsresultaat bedroeg € 14,8 miljoen, een teruggang in vergelijking met Q4 2016 (€ 29,9 miljoen) en met Q1 2016 (€ 18,8 miljoen). De bijdrage van de 39%-deelneming in ASM PT was in Q1 2017 met € 35,4 miljoen beduidend hoger dan in Q4 2016 (€ 18,4 miljoen) en Q1 2016 (€ 6,3 miljoen). De nettowinst kwam uit op € 41,6 miljoen tegen € 68,5 miljoen in Q4 2016 en € 12,2 miljoen in Q1 2016. De orderintake bedroeg € 204,2 miljoen en lag ruim 15% hoger dan in Q4 2016 (€ 176,9 miljoen) en bijna 25% boven die van Q1 2016 (€ 163,8 miljoen).

CEO Chuck del Padro stelde in een commentaar bij de cijfers dat het investeringsklimaat in de machinemarkt voor halfgeleiderproductie vanaf het laatste kwartaal van 2016 merkbaar is verbeterd, hetgeen ook resulteerde in een record hoge orderingang in het eerste kwartaal 2017 die met name werd ingegeven door een stijgende bijdrage van het 3D NAND segment. De resultaten van Q1 2017 leidden per saldo tot een stabiele netto kaspositie per ultimo maart 2017 van € 378,9 miljoen (eind 2016: € 378,2 miljoen).

Gezien deze comfortabele positie kondigde het management eind maart een verhoging van het aandeleninkoopprogramma aan van € 50 miljoen naar € 100 miljoen. Per 31 maart jl. was 36,5% van dit inkoopprogramma uitgevoerd tegen een gemiddelde beurskoers van € 46,61 per aandeel.

ASMI voorziet voor 2017 een duidelijk herstel in de *single wafer* ALD-markt nadat deze markt vorig jaar een *double digit* teruggang doormaakte. Het management mikt op een omzet van € 180 – 200 miljoen in Q2 2017 (Q2 2016: € 138,7 miljoen), waarbij gelijke valutakoersen worden verondersteld. Daarbij voorspelt ASMI een onveranderd solide orderingang van € 190 – 210 miljoen in Q2 2017 (Q2 2016: € 159,1 miljoen).

Op 24 april jl. heeft ASMI haar belang in ASM PT met 5% verkleind door verkoop van 20 miljoen aandelen via een *partial secondary share placement* tegen een beurskoers van HK\$ 105,- per aandeel, waarvoor een tegenwaarde van circa € 248 miljoen werd ontvangen. Ook dit bedrag zal worden aangewend voor een nieuw aandeleninkoopprogramma. ASMI houdt na deze verkoop een belang van circa 34% in ASM PT, hetgeen door het management als 'strategisch wenselijk' wordt gekwalificeerd. Deze mening wordt niet gedeeld door grootaandeelhouder Eminence Capital (9,6% deelneming in ASM International) die voorstander is van een volledige verkoop van het belang in ASM PT en die bij voorkeur een extra dividenduitkering had gezien uit de opbrengst van de verkoop van het 5%-pakket. Op de komende jaarvergadering van maandag 22 mei a.s. zal Eminence Capital haar stellingname nader toelichten. Ook wij zijn van mening dat de huidige wijze van kapitalisering van ASMI niet optimaal is.

De som-der-delen van ASMI bedraagt momenteel circa € 65,30 per aandeel, zodat de huidige beurskoers van € 55,75 op een onderwaardering van bijna 15% duidt.

Wij taxeren voor het lopende jaar een winst per aandeel van circa € 3,50, waarmee de aandelen ASM International tegen de huidige beurskoers op een multiple van 15,9x worden verhandeld. Het dividendrendement bedraagt thans 1,5%.

In de eerste maanden van 2017 zijn de opbrengsten van technologiebedrijf **Nedap** met ongeveer 7% gegroeid ten opzichte van het voorgaande jaar. De marktgroepen Healthcare, Identification Systems, Livestock Management, Retail, Security Management, Staffing Solutions en Nsecure droegen bij aan deze groei. De marktgroepen Library Solutions en Light Controls zagen hun opbrengsten in deze periode dalen. Zoals voorzien genereerde de afgebouwde marktgroep Energy Systems geen opbrengsten. De directie is positief over de ontwikkelingen in 2017, maar acht het nog te vroeg om zich uit te spreken over de omvang van de opbrengstengroei over het gehele boekjaar. Deze is naast het economisch klimaat afhankelijk van ontwikkelingen op specifieke markten en bij individuele klanten. De komende maanden zet Nedap in het kader van de herinrichting van de *supply chain* grote stappen in het uitbesteden van productie- en logistieke activiteiten. Door de combinatie van opbrengstentoeename en extra inspanningen die gepaard

gaan met de productieoverdracht, naderen de strategische partners de grenzen van hun capaciteit. Hier wordt extra aandacht aan besteed zodat de transitieperiode zonder problemen verloopt.

Voor 2017 handhaven wij onze Nedap-taxaties van een winst per aandeel van € 2,35 (2016: € 1,77) en een dividend van € 1,76 (pay-out ratio: 75%) tegen € 1,40 over 2016. Deze prognose wordt gedragen door een licht aantrekkende groei van de opbrengsten en het geleidelijk zichtbaar worden van de inverdieneffecten van de aanpassing van de supply chain. Tegen de huidige beurskoers van € 38,50 wordt 16,4x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Nedap betaald en komt het dividendrendement op 4,6%.

BE Semiconductor Industries, leverancier van machines voor de halfgeleiderindustrie, rapporteerde uitstekende cijfers over het eerste kwartaal 2017. De gerapporteerde orderingang, hoogste in haar geschiedenis, overtrof zelfs de stoutste verwachtingen en zorgde voor een *re-rating* van het aandeel. De omzet bereikte in Q1 2017 een niveau van € 110,2 miljoen, een stijging van 18,4% ten opzichte van Q4 2016 (€ 93,1 miljoen) en van 39,5% in vergelijking met Q1 2016 (€ 79,0 miljoen). De bedrijvigheid in de chipindustrie nam merkbaar toe gedurende de verslagperiode, terwijl met name de uitleveringen van *die bonding* apparatuur ten behoeve van smartphone applicaties toenamen. De brutomarge steeg naar een recordhoogte van 55,7% (Q4 2016: 53,2%; Q1 2016: 49,2%) als gevolg van Besi's sterke marktpositie, de verbeterde kostenefficiëntie en valutakoersvoordelen. Het netto resultaat klom naar € 24,3 miljoen, een stijging van 45,5% ten opzichte van Q4 2016 (€ 16,7 miljoen) en van 203,8% in vergelijking met Q1 2016 (€ 8,0 miljoen). De orderingang bereikte een recordniveau van € 239,8 miljoen, een stijging van 162,4% ten opzichte van Q4 2016 (€ 91,4 miljoen) en van 130,8% in vergelijking met Q1 2016 (€ 103,9 miljoen). Deze sterke toename was het gevolg van een grote opbouw van *die bonding* capaciteit door IDMs (Integrated Device Manufacturers) voor de nieuwe generatie mobile devices, alsmede voor automotive- en high-end cloud server applicaties.

Besi gaf een krachtige prognose voor Q2 2017, waarbij de omzet naar verwachting 40 tot 50% zal stijgen in vergelijking met Q1 2017 naar € 154 – 165 miljoen. Het bedrijfsresultaat over H1 2017 zal, uitgaande van de gemiddelde verwachting, reeds het resultaat over geheel 2016 van € 75,2 miljoen overtreffen. Een en ander leidt tot een forse verhoging van de getaxeerde winst per aandeel 2017 van € 2,25 naar circa € 3,00.

Tegen de huidige beurskoers van € 46,90 wordt alsdan 15,6x de getaxeerde winst voor de aandelen Besi betaald en komt het dividendrendement op 6,4%, omdat de onderneming naar verwachting de gehele nettowinst als contant dividend zal uitkeren, evenals over boekjaar 2016 het geval was.

Ultimo maart 2017 beschikte Besi over een netto kaspositie van € 175,7 miljoen (€ 4,70 per aandeel). Zoals bekend koopt de onderneming vanaf 27 oktober 2016 eigen aandelen in met als doelstelling maximaal 1 miljoen stukken in te kopen, van welk inkoopprogramma per 26 april jl. 32,6% was uitgevoerd, te weten 326.194 aandelen tegen een gemiddelde beurskoers van € 34,16 per aandeel voor een tegenwaarde van € 11,1 miljoen. Gegeven de sterke performance van Besi en de prima vooruitzichten voor verdere groei, handhaven wij de participatie in de bovenste regionen van de portefeuille.

Wij waren aanwezig op de jaarlijkse Algemene Vergadering van Aandeelhouders van **Kendrion**, producent van elektromagnetische componenten en -systemen. Tijdens deze AvA werd duidelijk dat Kendrion goed op weg is om de doelstellingen van het driejarenplan 2016 - 2018 daadwerkelijk te realiseren. Daarbij wordt ingezet op een gemiddelde jaarlijkse autonome omzetgroei van 5% en het realiseren van een EBITA-marge van 10% aan het einde van 2018. Het jaar 2017 kende een voortvarende start, waarbij zowel de Industriële als de Automotive Divisie een organische groei van ruim 6% wist te realiseren. Met name de groei in de business unit Passenger Cars was sterk, waarbij de aanloop van de productie van schokdempermagneten voorspoedig verliep. De uitgestippelde *Simplify – Focus – Grow* strategie werd verder uitgerold. Dit jaar en komende jaren verwacht Kendrion nog een behoorlijke progressie te maken door efficiency verhogende maatregelen te blijven doorvoeren en zich in toenemende mate te richten op gebieden die zicht geven op een behoorlijke groei. Wij taxeren voor het lopende jaar een winst per aandeel van circa € 2,00 (2016: € 1,47) en voorzien een dividend van € 1,00 per aandeel bij een pay-out ratio van 50% (2016: € 0,78 per aandeel). Tegen de huidige beurskoers van € 33,70 wordt 16,9x de getaxeerde winst voor de aandelen Kendrion betaald en komt het dividendrendement op 3,0%.

Neways Electronics International, actief in de markt van Electronic Manufacturing Services (EMS) meldde dat de netto omzet in het eerste kwartaal van 2017 volledig autonoom met 9,5% jaar-op-jaar is gegroeid. Hogere omzetbijdragen waren er vanuit de sectoren Halfgeleider, Automotive en Defensie. De omzet uit de sectoren Medisch en Industrieel bleef ongeveer stabiel. Met behulp van haar *life cycle management* tool worden de partnerships met verschillende bestaande (lange termijn) klanten geleidelijk geïntensiveerd, terwijl tegelijkertijd *leads* naar nieuwe klanten worden gegenereerd. De orderintake steeg in het eerste kwartaal met 13,1% op jaarbasis. Het orderboek kwam uit op € 205,9 miljoen in vergelijking met € 177,0 miljoen per eind maart 2016. De *book-to-bill* ratio kwam ultimo maart 2017 uit op 1,10. De toename in de orderintake en het orderboek reflecteert continue groei, met name in de sectoren Halfgeleider en Automotive. Het orderboek is ook hoger in vergelijking met ultimo 2016 (€ 191,3 miljoen).

CEO Huub van der Vrande benoemde de positieve ontwikkelingen als een weerspiegeling van de strategische vernieuwing bij Neways en de eerste concrete resultaten van de operationele verbeteringsinitiatieven in het kader van het *'Up to the next level'* programma. Neways gaat dit jaar verder op de ingeslagen weg door de *customer intimacy*, het technologische leiderschap en de operationele efficiency te verbeteren. Dit alles wordt gedaan met als doel Neways te positioneren als de logische technologiepartner over de complete productlevenscyclus. Het management verwacht dat netto omzet en bedrijfsresultaat in 2017 hoger zullen uitkomen dan het afgelopen jaar vanwege enerzijds de geboekte strategische vooruitgang en anderzijds de stand van de huidige orderportefeuille. Wij hanteren voor dit jaar een winst per aandeel van circa € 1,00 (2016: € 0,85), een stijging van een kleine 18%, waarmee de aandelen Neways Electronics International tegen de huidige beurskoers van € 13,10 op 13,1x de verwachte winst worden gewaardeerd. Een voorgesteld dividend van € 0,34 per aandeel geeft een dividendrendement van 2,6%.

Fietsproducent **Accell Group** ontving een niet-bindend en voorwaardelijk voorstel van Pon Holdings om de Accell Group samen te voegen met de eigen fietsactiviteiten. Het voorstel van Pon betreft een openbaar bod in contanten op alle uitgegeven en uitstaande aandelen Accell Group tegen een indicatieve biedprijs van € 32,72 per aandeel in contanten, inclusief het voorgestelde dividend over 2016 van € 0,72. Naar aanleiding van het voorstel voert Accell Group verkennende gesprekken met Pon Holdings. Het Bestuur van Accell bestudeert en evalueert momenteel samen met financiële en juridische adviseurs alle aspecten van het voorstel. Er kan vooralsnog geen zekerheid worden gegeven dat deze gesprekken zullen leiden tot een transactie. Accell maakte voorts bekend dat de omzet in de eerste maanden van 2017 op eenzelfde niveau ligt als in 2016. De trends van het afgelopen jaar hebben zich zoals verwacht doorgezet. De verkopen van elektrische fietsen stegen en de verkopen van stads- en kinderfietsen daalden. Op basis hiervan bevestigde het management haar verwachting voor geheel 2017 van een toename van de omzet en de operationele resultaten, onvoorziene omstandigheden voorbehouden.

Accell Group bevindt zich middenin een transitiefase. Vorige maand ontvouwde de onderneming een nieuw strategisch plan, waarmee de marktpositie en winstgevendheid de komende vijf jaar naar een structureel hoger niveau moeten worden gebracht. Met als bouwstenen (1) een winnend portfolio van merken (2) uitbouw van de leidende positie in het (e)-sport fietsensegment (3) verhoging van de toegevoegde waarde van Onderdelen & Accessoires (4) efficiëntere inrichting operationele processen (5) ontwikkeling nieuwe verdienmodellen gericht op gebruik en service en (6) toepassing van slimme technologie, gericht op de e-bike, de *connected* fiets en de sportfiets, wil Accell het rendement op geïnvesteerd kapitaal verhogen. Hierop wordt gestuurd aan de hand van de volgende middellange termijn doelstellingen (5 jaar):

- Netto omzet naar € 1,5 miljard (2016: € 1,05 miljard)
- EBIT-marge naar een niveau van 8% (2016: 6,3%)
- Werkkapitaal van maximaal 25% van de netto omzet (2016: 29,2%)
- ROCE van meer dan 15% (2016: 12,2%)

Voor de uitrol van de aangescherpte strategie zullen de extra kosten in de komende twee tot drie jaar in totaal € 20 tot 30 miljoen bedragen. Dit komt met name door extra investeringen in de *supply chain*, human resources en ICT. Daarnaast zullen de commerciële en (online) marketinginspanningen toenemen, waarmee naar verwachting ook de marketingkosten zullen stijgen naar een niveau van 3 tot 4% van de omzet (2016: 2,5%). De vernieuwde strategie heeft

geen consequenties voor de financiële positie en slagkracht, die voldoende flexibiliteit bieden om de benodigde extra kosten te dragen. Met het oog op de implementatie van de groepsstrategie is de financiering verlengd en verruimd. Daarnaast kan extra geld worden vrijgemaakt door het terugbrengen van het werkkapitaalbeslag. Het ambitieuze strategische traject dat het Accell-management heeft uitgestippeld, werd nader toegelicht op de AvA waarbij wij aanwezig waren. Zowel op het gebied van stroomlijning van de *supply chain* als bij versterking van de marktpositie in de Verenigde Staten wordt momenteel progressie geboekt. Dit versterkt ons vertrouwen dat de winsttaxatie van circa € 1,60 per aandeel dit jaar kan worden gehaald (2016: € 1,26). Hierbij past de aantekening dat het resultaat 2016 werd gedrukt door incidentele lasten ten bedrage van € 5,5 miljoen en een tijdelijk hogere belastingdruk van 38,7%. Momenteel tekent zich een verbetering af in de Verenigde Staten, alwaar Accell nu opereert vanuit het nieuwe *omnichannel* marktmodel. Met een terugkeer naar een normale belastingdruk van rond 30% en een licht winstgevende positie in de VS, zou onze winstprognose voor 2017 alleszins haalbaar moeten zijn. Belangrijker is echter het rendementsdoel op middellange termijn. Indien het management erin slaagt de zelf opgelegde doelstellingen te halen, komt een winst per aandeel van ruim € 3,00 in beeld. In dit perspectief is het uitgebrachte bod van Pon van € 32,- per aandeel Accell Group slechts voor de kopende partij interessant. Topman René Takens nam op de AvA afscheid als CEO. Zijn financiële rechterhand, CFO Hielke Sybesma, neemt tijdelijk de CEO-functie voor zijn rekening tot een opvolger is gevonden.

Naschrift: Accell Group heeft inmiddels de voorgelegde bieding van Pon Holdings afgewezen. Ook een verhoogd bod van € 33,- per aandeel leidde niet tot overeenstemming. De gesprekken zijn beëindigd. Accell Group zet de zoektocht naar een nieuwe CEO voort.

Wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill** kwam met een kwalitatieve *trading update* over het eerste kwartaal 2017. De omzet ontwikkelde zich over deze periode tevredenstellend in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar. Behalve een kleine positieve verschuiving in het omzetpatroon in de eerste drie maanden van het jaar was er nog steeds sprake van een gezonde groei in de digitale- en abonnement gebonden uitgaven, met name in e-books en naslagwerken.

De acquisitie van het Duitse uitgeversbedrijf Schöningh & Fink per 1 januari jl. zal het komende jaar naar verwachting circa 10% aan de groepsomzet toevoegen. De integratie van Schöningh & Fink verloopt voorspoedig. Naast de eerste kostenvoordelen zijn inmiddels ook programmatische synergievoordelen in kaart gebracht.

Brill kondigde voorts de overname aan van Sense Publishers B.V. te Dordrecht. Sense is de uitgever van internationaal hoog aangeschreven boekenreeksen op het gebied van Educational Science. In totaal wordt een boekenfonds van ruim 1.300 titels overgenomen, met een aanwas van 160 nieuwe titels per jaar. De omzet van het fonds bedraagt ruim € 1 miljoen op jaarbasis, waardoor de omzet van Brill met bijna 3% zal groeien. De overname zal naar verwachting nog dit jaar bijdragen aan de winst per aandeel van Brill. De definitieve overname is afhankelijk van een positieve uitkomst van het boekenonderzoek. Volgens de plannen zal de overdracht van het fonds per 1 juli a.s. zijn beslag krijgen.

Voor 2017 taxeren wij tentatief een winst per aandeel van € 1,65 (+11%), deels vanwege de te verwachten winstbijdrage van Schöningh & Fink en Sense Publishers. Tegen de huidige beurskoers van € 32,30 wordt daarmee 19,6x de verwachte winst voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en komt het dividendrendement op 4,1%.

Tankopslagbedrijf **Koninklijke Vopak** rapporteerde redelijke cijfers over het eerste kwartaal 2017. De omzet steeg in vergelijking met Q4 2016 met 0,9% naar € 341,8 miljoen (Q4 2016: € 338,8 miljoen), terwijl de EBITDA met 3% toenam tot € 203,1 miljoen (Q4 2016: € 192,8 miljoen). Echter, in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder liepen de resultaten terug (omzet -2%, EBITDA -5%) als gevolg van de desinvestering van de terminals in het Verenigd Koninkrijk en de iets lagere bezettingsgraad van de tanks. Vopak handhaaft haar eerdere prognose zoals die in februari werd gedaan: het handhaven van de Cash Flow Return on Gross Assets after tax (CFROGA) van 9 – 11%, waarbij het management voor de periode 2017 – 2019 uitgaat van volatiliteit in de energie-, commodity- en financiële markten en onvoorspelbare geopolitieke ontwikkelingen.

Het bedrijfsresultaat (EBITDA) over het lopende boekjaar zal dat van 2016 niet evenaren als gevolg van aanhoudend hoge investeringen in groei en technologie, door de gemiddeld iets lagere bezettingsgraden van de tanks en door het wegvallen van de winstbijdrage van de vorig jaar verkochte terminals. Wij handhaven onze winstprognose van € 2,40 per aandeel (2016: € 2,56) en gaan uit van een stabiel dividend van € 1,05 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers

van € 41,50 worden de aandelen Koninklijke Vopak gewaardeerd op 17,3x de getaxeerde winst 2017 en op een dividendrendement van 2,5%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 2 mei 2017 betreffen:

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

Vooruitzichten

Het omzet- en winstmomentum ontwikkelt zich bij het merendeel van onze deelnemingen momenteel uiterst gunstig. Dit heeft tot gevolg dat de winsttaxaties van analisten en marktvolgers opwaarts worden bijgesteld. Zolang de inflatieontwikkeling geen reden tot zorgen baart en de rentetarieven op of rond de huidige historisch lage niveaus blijven tenderen, zorgt dit voor een gestage onderstroom van vraag naar aandelen in goed gepositioneerde bedrijven. Geopolitieke onzekerheid zal van tijd tot tijd volatiliteit in financiële markten teweegbrengen.

Wij bevinden ons thans middenin het seizoen van jaarvergaderingen. De teneur op deze vergaderingen beoordelen wij als zeer inspirerend en veelbelovend.

Onze participaties zijn zonder uitzondering goed gepositioneerd voor een gezonde groei op de middellange termijn. De bijbehorende 'spoorboekjes' om de toonaangevende positie in het betreffende marktsegment te behouden dan wel te versterken, zijn in alle gevallen uitstekend gedocumenteerd.

Voor 2017 gaan wij per saldo uit van een voortzetting van een enkelcijferige omzetgroei en een forse ruime dubbelcijferige winstgroei bij de meerderheid van onze participaties. Daarnaast zijn er mogelijkheden om via acquisities deze groei te versnellen. Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2017 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 15,1 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 mei 2017

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen