

MAANDBERICHT OVER JULI 2017

Inleiding

In juli won de Nederlandse aandelenmarkt licht terrein over de volle breedte van de markt. De AEX-Index steeg 3,7% naar 525,44, de Amsterdam Midkap Index voegde 0,7% toe op 798,88 en de Amsterdam SmallCap Index klom 1,6% naar 1000,58.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in juli 1,9% van € 52,97 naar € 53,99. Over de eerste zeven maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +23,1%. Het fondsvermogen per 1 augustus 2017 bedroeg € 99,6 miljoen, waarvan een bedrag van € 100,6 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor -1,0% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 augustus 2017 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 54,26
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 53,99
Fondsvermogen	€ 99.629.785
Aantal uitstaande aandelen	1.845.456

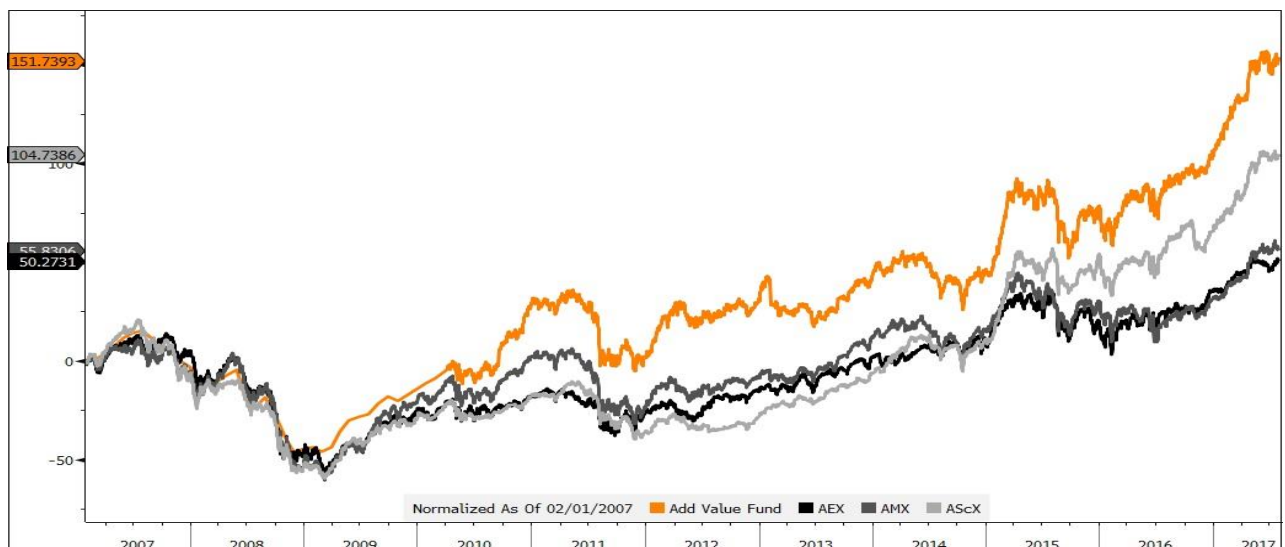
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+23,10	+151,74
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+11,18	+50,27
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+18,69	+55,83
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+23,46	+104,74

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/7/2017

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/7/2017)

Peildatum: 31/7/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+106,6	+64,2	+14,4	+17,4
2.	Neways Electronics Int.	+69,1	+31,2	-1,1	-0,3
3.	Hunter Douglas	+65,6	+27,7	-0,1	-0,7
4.	TKH Group	+58,3	+37,7	+22,5	+6,3
5.	Kendrion	+49,7	+36,9	+9,8	+0,6
6.	ASM International	+45,8	+11,5	-7,9	-0,3
7.	Sif Group	+34,4	+2,7	-2,8	+2,6
8.	Nedap	+33,2	+10,2	+1,1	-0,4
9.	Koninklijke Brill	+31,3	+27,0	+7,2	+4,2
10.	Aalberts Industries	+24,3	+13,7	+1,3	+5,9
11.	Lucas Bols	+17,2	+14,1	+12,8	-4,0
12.	Accell Group	+10,9	+18,7	-19,5	-10,2
13.	Acomo	+9,8	+22,1	-2,0	-11,9
14.	Koninklijke Vopak	-12,4	+1,4	-2,8	-0,8
15.	Flow Traders	-19,3	-20,9	-9,6	+5,9
16.	Brunel International	-29,2	-20,0	-16,8	+6,0

- 1) In juli realiseerden 8 van de 16 participaties (= 50%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 16 participaties (= 81%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **BESI** bovengemiddeld in de portefeuille. De toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie presenteerde halfjaarcijfers die de verwachtingen ruimschoots overtroffen;
- 3) **Accell Group** en **Acomo** waren *underperformers* in de portefeuille. Beide ondernemingen rapporteerden halfjaarcijfers die achterbleven bij de consensusverwachting.

Mutaties in de portefeuille

In juli hebben wij de belangen in **Acomo**, **ASM International**, **Hunter Douglas**, **Kendrion** en **Sif Group** verkleind. Daarentegen hebben wij de positie in **Neways Electronics International** vergroot.

Bedrijfsnieuws

ASM International, producent van chipmachines voor de halfgeleiderindustrie, rapporteerde goede cijfers over het tweede kwartaal van 2017. De netto omzet bedroeg € 202,0 miljoen, een stijging van 40% in vergelijking met Q1 2017 (€ 144,5 miljoen) en van 46% ten opzichte van Q2 2016 (€ 138,7 miljoen). Het bedrijfsresultaat kwam uit op € 37,7 miljoen, waarmee eveneens een forse stijging ten opzichte van Q1 2017 (€ 14,8 miljoen) en Q2 2016 (€ 16,7 miljoen) werd gerealiseerd. De brutomarge bleef nagenoeg stabiel op 43,7% (Q1 2017: 43,5%; Q2 2016: 43,8%). Het niet-geconsolideerde 34%-belang in ASM PT leverde een winstbijdrage van € 30,9 miljoen tegen € 35,4 miljoen in Q1 2017 en € 16,4 miljoen in Q2 2016. Zoals bekend heeft ASMI haar deelneming in ASM PT het afgelopen kwartaal met 5% verkleind, zodat de cijfers over Q1 2017 en Q2 2016 nog betrekking hebben op de resultaatbijdrage van een 39%-belang. Het netto resultaat van ASMI werd in Q2 2017 met een eenmalige bate van € 83,8 miljoen verhoogd uit hoofde van de verkoop van voornoemd 5%-belang. Exclusief deze bate bedroeg de winst per aandeel over het eerste halfjaar 2017 € 1,62 tegen € 0,88 in dezelfde periode van 2016. CEO Chuck del Prado toonde zich tevreden met deze resultaten, waarbij met name de stevige ordergang in ALD in de segmenten 3D-NAND en Foundry beeldbepalend was. Daarnaast werd rugwind ondervonden van nieuwe orders in Intrepid Epitaxy in het tweede kwartaal van dit jaar. De totale nieuwe orders kwamen in Q2 2017 uit op € 205,9 miljoen (Q1 2017: € 204,2 miljoen; Q2 2016: € 159,1 miljoen). Op basis van de meest recente inzichten voorziet ASMI een duidelijke verbetering in de single wafer ALD-

markt in 2017 in vergelijking met het voorgaande jaar, gedragen door een gezonde vraag in het Logic/Foundry segment en een sterke groei in 3D-NAND. Voor Q3 2017 wordt een omzetbandbreedte van € 170 – 190 miljoen geïndiceerd, terwijl voor de gehele tweede helft van 2017 een hogere omzet wordt voorzien dan over de eerste helft van dit jaar werd gerealiseerd. Na de zeer sterke orderingang van de eerste twee kwartalen van 2017 voorziet ASMI voor Q3 2017 een licht lagere orderingang van € 170 – 190 miljoen op basis van gelijk veronderstelde valutaverhoudingen.

Het schuldenvrije ASMI presenteerde per ultimo juni 2017 een kaspositie van € 522,8 miljoen, overeenkomend met € 8,86 per aandeel, op de balans. Dit extreem hoge bedrag is mede het gevolg van de verkoop van het 5%-belang in ASM PT van 24 april jl. waarmee een bedrag van ruim € 245 miljoen aan de liquiditeit werd toegevoegd. Weliswaar heeft ASMI in de laatste aandeelhoudersvergadering aangegeven de aandeleninkoopprogramma's voort te zullen zetten, het tempo waarin dit gebeurt is echter niet versneld. Van het lopende programma van € 100 miljoen was per 21 juli jl. 84,5% voltooid – 1.685.904 aandelen à € 50,12 – en ASMI heeft intussen aangegeven aansluitend voor een tegenwaarde van € 245 miljoen een volgend programma te starten. Echter, zolang het tempo van aandeleninkoop niet stijgt, blijft de discount van de beurskoers van ASMI in vergelijking met de som-der-delen in beginsel intact. Hierdoor is onzes inziens sprake van een inefficiënte allocatie van het beschikbare kapitaal. Dit leidt weer tot een relatief (te) lage beurswaardering van het aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 50,25 wordt 14,4x de getaxeerde winst 2017 van € 3,50 per aandeel voor ASMI betaald. De discount ten opzichte van vergelijkbare ondernemingen bedraagt hiermee circa 30%.

ETP-liquiditeitsverschaffer **Flow Traders** rapporteerde alleszins redelijke cijfers over het tweede kwartaal 2017. Het Net Trading Income (NTI) daalde met 3% ten opzichte van Q1 2017, waarbij met name in de grootste markt EMEA (Europa) goed werd gepresteerd met een stijging van de NTI van 14% naar € 35 miljoen (Q1 2017: € 30,6 miljoen). De EBITDA kwam 6% lager uit op € 17,0 miljoen (Q1 2017: € 18,2 miljoen) en de nettowinst 9% lager op € 12,5 miljoen (Q1 2017: € 13,6 miljoen). De terugval in winstontwikkeling in H1 2017 in vergelijking met dezelfde periode van 2016 is aanzienlijk forser. Het NTI bedroeg € 95,0 miljoen tegen € 132,5 miljoen in H1 2016 (-28%), terwijl de EBITDA 46% daalde van € 65,1 miljoen naar € 35,2 miljoen en de nettowinst nagenoeg halveerde van € 51,9 miljoen naar € 26,1 miljoen.

Deze veel lagere resultaten zijn vooral terug te voeren op de sterk afgenomen volatiliteit in aandelenmarkten en de gedaalde omloopsnelheid van de onderliggende assets. Tegenover de uitdagende handelsomgeving staat evenwel de voortgaande groei in de ETP-industrie. Wereldwijd groeide de Assets under Management (AuM) in de eerste helft van 2017 tot boven US\$ 4 triljoen, terwijl het aantal ETP-noteringen naar meer dan 10.250 steeg. Flow Traders streeft ernaar haar marktpositie in EMEA, de Verenigde Staten en Azië geleidelijk te versterken, waarbij de stijging van de vaste kosten dit jaar is vastgelegd op 15 à 20%. Tegen deze achtergrond is de gerealiseerde nettowinst in Q2 2017 van € 12,5 miljoen en van € 26,1 miljoen in H1 2017 als adequaat te kwalificeren.

De winst per aandeel bedroeg in H1 2017 € 0,56 (H1 2016: 1,12), waarvan een interim dividend van € 0,30 per aandeel (H1 2016: € 0,55) wordt uitgekeerd. Wij taxeren voor FT voor geheel 2017 een winst per aandeel van circa € 1,50 (2016: € 1,98). Deze prognose, die een hoger resultaat in H2 2017 impliceert, is mede gebaseerd op de eerste bijdrage vanuit de off-exchange handelsactiviteiten in de Verenigde Staten, waarvoor Flow Traders vorig jaar een vergunning kreeg. Daarnaast voorzien wij voor de tweede helft van 2017 een hogere volatiliteit op financiële markten op grond van een licht stijgende rente en het risico van onvoorziene politieke ontwikkelingen. Omdat Flow Traders actief is in een snelgroeiend marktsegment en hierin wereldwijd een toonaangevende positie inneemt, hebben wij de zwakke koersperformance van de eerste zeven maanden van 2017 benut om ons belang geleidelijk te vergroten. Tegen de huidige beurskoers van € 26,- wordt 17,3x de getaxeerde winst betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 3,7%.

Technologiebedrijf **Nedap** zag de opbrengsten in het eerste halfjaar van 2017 met 8% stijgen naar € 99,0 miljoen (H1 2016: € 92,0 miljoen). Deze toename was volledig autonoom. De bedrijfswinst exclusief eenmalige posten steeg eveneens met 8% naar € 7,9 miljoen (H1 2016: € 7,3 miljoen). Het nettoresultaat daalde daarentegen met 17% van € 5,8 miljoen naar € 4,8 miljoen door eenmalige posten die samenhangen met de herinrichting van de supply chain. De marktgroepen Healthcare, Identification Systems, Livestock Management, Retail, Security Management, Staffing Solutions en dochterbedrijf Nsecure uit Barendrecht droegen bij aan de gerealiseerde groei. De marktgroepen Library

Solutions en Light Controls zagen hun opbrengsten dalen. In lijn met de in 2015 uitgezette strategie om zich te concentreren op activiteiten met een hoge toegevoegde waarde, heeft Nedap een transitie ingezet waarbij het grootste deel van de productie- en logistieke activiteiten wordt uitbesteed bij strategische partners. Veel Nedap-medewerkers zijn betrokken bij de herinrichting van de supply chain. Deze activiteiten bereikten de afgelopen maanden hun hoogtepunt, wat in de eerste helft van 2017 resulteerde in eenmalige kosten van € 2,0 miljoen (H1 2016: € 0,4 miljoen). Inmiddels zijn de eerste productieafdelingen gesloten en is afscheid genomen van de betrokken medewerkers. Naar verwachting zullen de productieactiviteiten aan het eind van 2017 volgens plan zijn afgebouwd. Om de overgang naar de productiepartners zo soepel mogelijk te laten verlopen, zijn buffervoorraden opgebouwd. Doordat een belangrijk deel van de huidige omzet met producten uit deze buffervoorraden is gerealiseerd en omdat de kosten van de eigen productiebedrijven in de eerste helft van 2017 nog niet waren afgebouwd, zijn de kostenvoordelen van de outsourcing nog slechts beperkt zichtbaar. Een van de strategische partners is geconfronteerd met operationele problemen en schaarste aan elektronica-componenten, wat leidde tot vertragingen bij het uitleveren van orders.

Om deze leveringsproblemen het hoofd te bieden, wordt de productie van de betreffende artikelen elders ondergebracht. De problemen met het uitleveren resulteerden in hoger dan voorziene eenmalige kosten ten behoeve van de uitbesteding en zullen naar het zich thans laat aanzien ook in het tweede halfjaar nog voor additionele kosten zorgen. Ondanks deze problematiek zijn de strategische aannames die gehanteerd zijn bij de beslissing om de supply chain opnieuw in te richten onverminderd van kracht. De financiële voordelen van de uitbesteding worden, conform verwachting, volledig zichtbaar in 2018. In de tweede helft van 2017 worden deze voordelen reeds gedeeltelijk zichtbaar. De directie is positief gestemd over de ontwikkelingen in de afgelopen maanden en verwacht – onvoorziene omstandigheden daargelaten – dat de opbrengsten in de tweede helft van 2017 zullen groeien ten opzichte van 2016. De omvang van de groei is afhankelijk van het economische klimaat, de ontwikkelingen op specifieke markten en opdrachten van individuele klanten. Het resultaat in het tweede halfjaar wordt naast deze factoren beïnvloed door de voortgang en effecten van de herinrichting van de supply chain. Omdat de kosten van herinrichting van de supply chain hoger zijn dan eerder voorzien, zal het nettoresultaat over geheel 2017 naar onze schatting licht achterblijven bij dat van 2016 (€ 1,77 per aandeel). De gepresenteerde omzetstijging en de ontwikkeling bij de verschillende marktgroepen stemt evenwel tot tevredenheid. In het komende maandbericht gaan wij nader in op het perspectief van Nedap voor het komende boekjaar en de jaren erna. Tegen de huidige beurskoers van € 38,50 wordt 22,6x de getaxeerde winst 2017 (van € 1,70 per aandeel) voor Nedap betaald. Het getaxeerde dividendrendement bedraagt bij de huidige beurskoers 3,5%.

BESI, vooraanstaand toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, presenteerde fraaie cijfers over het tweede kwartaal van 2017. De omzet groeide fors door naar € 170,0 miljoen, een stijging van 54% ten opzichte van Q1 2017 (€ 110,2 miljoen) en van 56% in vergelijking met Q2 2016 (€ 109,0 miljoen). Het bruto bedrijfsresultaat (EBITDA) kwam 95% hoger uit op € 66,6 miljoen (Q1 2017: € 34,2 miljoen) en was 121% hoger dan in Q2 2016 (€ 30,1 miljoen). De brutomarge bereikte een recordniveau van 57,3%, hetgeen 1,6%-punt hoger was dan in het voorgaande kwartaal en 6,4%-punt boven het niveau een jaar eerder. De sterke marktpositie van BESI, de toegenomen efficiency van de productie en een betere product mix lagen ten grondslag aan deze spectaculaire verbetering. De sterke omzetgroei werd gedragen door betere marktomstandigheden en de toegenomen verkoop van die bonding machines ten behoeve van smartphone applicaties, alsmede door hogere verkopen van automotive applicaties.

De nettowinst steeg met 116% naar € 52,4 miljoen (Q1 2017: € 24,3 miljoen) en met 118% ten opzichte van Q2 2016 (€ 24,0 miljoen). Voor het eerst in haar geschiedenis behaalde Besi een nettowinstmarge van boven de 30%.

Over het eerste halfjaar 2017 nam de winst per aandeel met 141% toe van € 0,85 naar € 2,05. De orderingang bedroeg in Q2 2017 € 130,1 miljoen, hetgeen 46% lager was dan de zeer hoge orderontvangst van Q1 2017 (€ 239,8 miljoen), maar 30% boven het niveau van Q2 2016 van € 100,5 miljoen lag. De samenstelling van de ontvangen orders was *broad based* met speciale nadruk op cloud server- en automotive applicaties. Voor het derde kwartaal 2017 voorziet BESI een omzetzak van 5 à 15% in vergelijking met Q2 2017, hetgeen een reflectie is van het typische seizoenpatroon, maar tevens dat omzet en resultaat beduidend boven het niveau van Q3 2016 zullen uitkomen. CEO Richard Blickman stelde in een begeleidend commentaar op de halfjaarcijfers dat de marktomstandigheden positief

blijven met aanhoudende investeringen in *a new technology upgrade cycle* en in specifieke applicaties als smart phones, automotive, cloud server en high end memory.

Resumerend kan worden geconcludeerd dat BESI momenteel op topniveau presteert en dat er vooralsnog geen tekenen zijn dat het omzet- en winstmomentum afneemt. Voor het lopende jaar hanteren wij een winsttaxatie van circa € 3,75 per aandeel (2016: € 1,74). Omdat bovenop de schuldenvrije balans (netto kaspositie per 30-6-2017: € 131,5 miljoen) nog eens de opbrengst van de convertible mag worden geteld, is het aannemelijk dat BESI, net als vorig jaar, de volledige nettowinst als contant dividend zal uitkeren. Dit betekent bij de huidige beurskoers van € 56,- dat thans 14,9x de verwachte winst voor de aandelen BESI wordt betaald en dat het dividendrendement alsdan 6,7% bedraagt.

Technologiebedrijf **Aalberts Industries** kwam met keurige halfjaarcijfers 2017. De omzet nam met 7% toe van € 1.274 miljoen naar € 1.368 miljoen, waarbij de autonome groei 5% bedroeg, hetgeen een duidelijke versnelling impliceerde in vergelijking met het voorgaande boekjaar. De operationele winst (EBITA) steeg met 13% van € 150,4 miljoen naar € 169,8 miljoen, waaruit volgt dat de EBITA-marge verbeterde van 11,8% naar 12,4%. De winst per aandeel kwam uit op € 1,06 (H1 2016: € 0,95), een stijging van 12%. CEO Wim Pelsma sprak in een begeleidend commentaar bij de cijfers van 'een uitstekende performance'. Behalve de geslaagde integratie van de vorig jaar overgenomen bedrijven, was er een groei uit hoofde van het verwerven van meerdere *key accounts* die uitzicht geven op voortgaande expansie. De Aalberts-strategie bleef verder ongewijzigd met de nadruk op autonome groei en innovatie-initiatieven, alsmede de uitvoering van het Operational Excellence Programma. De presentatie van de halfjaarcijfers gaf meer details dan voorheen. De vier sectoren werden beter van commentaar voorzien. Building Installations (BI) realiseerde een omzet van € 589 miljoen (+8%) met twee kerntechnologieën, Integrated Piping Systems (VSH, PY en Apollo) en Plastic Connection Systems (Henco en Lasco). De EBITA-marge steeg van 11,5% naar 12,4% en de investeringen namen in dit segment met 9% toe tot € 22,9 miljoen. Er werd gewag gemaakt van herstel in Zuid-Europa alsmede van de industriële activiteiten in de Verenigde Staten. Industrial Services (IS) behaalde een omzet van € 342 miljoen (+5%) met twee kerntechnologieën, Heat & Service Treatment (Hauck, AHC en Impreglon) en specialized manufacturing (Metalis en Ushers). Met een EBITA van € 44,6 miljoen werd een marge van 13,1% behaald (H1 2016: 12,5%). Met name de markten in de Benelux en Duitsland presteerden sterk, maar ook in Noord-Amerika was sprake van een gunstige ontwikkeling in onder andere automotive, machinebouw en aerospace. Power generation was daarentegen minder sterk. De investeringen daalden in dit segment met 26% naar € 18,5 miljoen. Climate Control (CC) boekte een 5% hogere omzet van € 262 miljoen met twee kerntechnologieën, Hydronic Flow Control (Flamco) en Thermal & Sanitary Efficiency (Comap). De EBITA steeg naar € 29,8 miljoen, waardoor de marge steeg van 10,2% naar 11,4%. Waar Europa en Noord-Amerika goed presteerden, bleven de marktomstandigheden in Rusland onveranderd moeilijk. Er werd een aantal nieuwe *key accounts* binnengehaald. Er werd een nieuw strategisch plan voor de komende vijf jaar opgesteld met daaraan gekoppeld een innovatie roadmap. Industrial Controls (IC) realiseerde een 11% hogere omzet van € 213 miljoen met drie kerntechnologieën, Fluid Control (Broen, Ventrex), Dispense Technology en Mechatronic Technology. Als enige segment daalde de EBITA-marge van 15,1% naar 14,4% door overnames en investeringen. De capex namen met 75% toe tot € 11,4 miljoen, met name in innovatie en engineering capaciteit. Veel projecten bij grote bierbrouwerijen in de dispense markt zijn vertraagd door fusies en overnames. Het segment Mechatronic technology ontwikkelde zich sterk door groei in de halfgeleiderindustrie, in machinebouw en aerospace. De acquisities in IC betroffen Vin Service srl in Italië per 1 januari jl. met een jaaromzet van circa € 27 miljoen en afgelopen maand het Nederlandse Pneu/Tec B.V. met een jaaromzet van ongeveer € 15 miljoen. De netto schuldpositie per medio 2017 bedroeg € 799 miljoen (H1 2016: € 845 miljoen), waardoor de verhouding Net debt/EBITDA naar 1,9 daalde (H1 2016: 2,1). De solvabiliteit bedroeg een gezonde 46,8%. De kwaliteit van de gepresenteerde nettowinst verbeterde door een belastingdruk van 37,7% (H1 2016: 35,1%) door de hoge winstgevendheid van de activiteiten in Duitsland en de Verenigde Staten. Wim Pelsma betoonde zich optimistisch ten aanzien van de perspectieven voor verdere groei. Hij wees onder andere op het fenomeen dat bij het verkrijgen van nieuwe *key accounts* de kosten voor de baat uitgaan. Daarbij neemt de slagkracht van de Aalberts Industries-organisatie geleidelijk verder toe. Zo zijn thans 75 salesmensen aanwezig in de Verenigde Staten tegen slechts 15 enkele jaren geleden. Omdat er nog talloze mogelijkheden bestaan om organisch te groeien, zal de capex de komende jaren verder toenemen vanaf het niveau van € 110/120 miljoen van het lopende jaar. Tenslotte is het aannemelijk dat in H2 2017 een of meer acquisities zullen worden gedaan. Volgens

Pelsma is de pijplijn wat dit betreft goed gevuld. Wij verhogen de winsttaxatie 2017 van € 2,10 naar € 2,15 (2016: € 1,92) waarmee de aandelen Aalberts Industries tegen de huidige beurskoers van € 36,70 op 17,1x de verwachte winst worden gewaardeerd. Het dividendrendement bedraagt bij een 30%-pay out 1,8%.

Soft commodity handelshuis **Acomo** (Amsterdam Commodities) presenteerde stabiele resultaten over het eerste halfjaar 2017. De omzet steeg met 4% tot € 354,2 miljoen (H1 2016: € 341,8 miljoen), deels door de consolidatie van Delinuts (€ 10,8 miljoen). De EBITDA steeg licht van € 28,2 miljoen naar € 28,4 miljoen (+0,7%). De resultaten in drie van de vier segmenten zijn verbeterd ten opzichte van vorig jaar. In het segment *Specerijen en Noten* behaalde Catz International in Rotterdam een zeer goed resultaat dat slechts licht onder het recordjaar 2016 lag. Dit ondanks zeer moeilijke marktomstandigheden, waarbij de prijzen van veel specerijen onder druk stonden en in sommige gevallen halverden. Peper, knoflook en zuidvruchten vertoonden significante prijsdalingen. De prijzen van cashewnoten stegen daarentegen met dubbele cijfers. Notenspecialist Tavano in Maasdijk behaalde een uitstekend resultaat, profiterend van goede marktomstandigheden. King Nuts & Raaphorst in Bodegraven realiseerde sterke marges in de eerste zes maanden, hetgeen resulteerde in een toename van de nettowinst. De meeste notensoorten vertoonden stijgende prijzen in het eerste halfjaar, waarbij paranoten een ware prijsexplosie lieten zien als gevolg van sterk gereduceerde oogsten door droogte in het Amazone-gebied. King Nuts & Raaphorst heeft uitstekend ingespeeld op deze moeilijke marktomstandigheden. Delinuts in Ede is per 5 mei 2017 onderdeel geworden van de Acomo Groep en heeft in mei en juni beter gepresteerd in vergelijking tot dezelfde maanden vorig jaar. Delinuts is geconsolideerd per 1 mei 2017 en heeft een positieve bijdrage aan het groepsresultaat geleverd. In het segment *Eetbare zaden* behaalde Red River Commodities in Fargo (Verenigde Staten) een nettoresultaat op hetzelfde niveau als het eerste halfjaar 2016. De verkopen in vogelzaadproducten daalden als gevolg van een warme en korte winter. Ondanks de lagere volumes was Red River Commodities in staat de brutomarge op deze producten te handhaven. De lagere verkopen van snackproducten werden goedge maakt door een uitstekende zes maanden van SunButter met een omzet- en margegroei van ruim boven de 20%. De nieuw opgerichte groepsmaatschappij Red River Global Ingredients in Winkler (Canada) begon haar handelsactiviteiten in granen en peulvruchten eind vorig jaar.

De halfjaarresultaten waren in lijn met de verwachtingen. Red River-van Eck in Zevenbergen ondervond negatieve effecten van een zeer moeilijke markt voor maanzaad gedurende de eerste zes maanden van 2017. Het nettoresultaat was substantieel lager dan vorig jaar. SIGCO Warenhandel in Hamburg leverde betere financiële resultaten ten opzichte van vorig jaar, ten gevolge van betere marges in bakkerijzaden, terwijl de omzet stabiel bleef. In het segment *Thee* behaalde de Van Rees Groep in Rotterdam een beter nettoresultaat in het eerste halfjaar ten opzichte van vorig jaar. De volumes stegen in de meeste landen, met uitzondering van Sri Lanka. Het kantoor in Colombo werd geconfronteerd met aanhoudend hoge prijzen voor Sri Lankaanse thee in de eerste zes maanden en lagere volumes naar Turkije. De marge was gelijk aan vorig jaar. De thee-oogsten in Kenia zijn met 50.000 ton significant gedaald ten opzichte van vorig jaar. Dit resulteerde in hogere marktprijzen, ook in de omliggende landen in Oost-Afrika. In het algemeen was de vraag goed, hoewel sommige landen zoals bijvoorbeeld Rusland en Egypte, een lager niveau lieten zien door economische omstandigheden. De *distributie- en mengactiviteiten van voedingsingrediënten* leverden wederom een sterk resultaat in de eerste zes maanden, met een hoger nettoresultaat ten opzichte van vorig jaar. Zowel de omzet van droge als natte mixen groeiden, resulterend in hogere marges tegen stabiele kosten. Het balanstotaal van de Groep is afgenomen in vergelijking met ultimo 2016 door met name lagere voorraden (afname van € 9,9 miljoen) en een lager crediteurensaldo (afname van € 9,3 miljoen). De toename als gevolg van de consolidatie van de activa van Delinuts is meer dan goedge maakt door de lagere voorraadstanden en de euro/US-dollar koers per 30 juni 2017. De winst per aandeel daalde fractioneel van € 0,718 naar € 0,714. Het interim-dividend bleef gelijk op € 0,40 per aandeel. Voor geheel 2017 stellen wij de taxatie van de winst per aandeel neerwaarts bij tot onveranderd ten opzichte van 2016, zijnde € 1,43 tegen voorheen € 1,55. De gedaalde koers van de US-dollar tegen de euro zal met name in H2 2017 voelbaar worden in de resultaten. Tegen de huidige beurskoers van € 25,20 wordt 17,6x de getaxeerde winst voor de aandelen Acomo betaald en bedraagt het dividendrendement 4,6%.

Fietsenproducent **Accell Group** meldde bij de presentatie van de halfjaarcijfers 2017 een omzetstijging van 0,7% van € 629,7 miljoen naar € 634,0 miljoen. De autonome groei van de netto omzet bedroeg 3,0%. Deze groei was met name

afkomstig van e-performance bikes en van een gestage toename van de omzet in het segment onderdelen & accessoires (O&A). Daarentegen waren er lagere verkopen in Noord-Amerika, met name bij de multisport-ketens, in Nederland, waar het traditionele vakhandelskanaal onder druk staat, en in Turkije als gevolg van de maatschappelijke ontwikkelingen aldaar. De toegevoegde waarde als percentage van de omzet daalde van 30,3% naar 28,9% als gevolg van een stijgend aandeel e-bikes in de verkoopmix en door lagere marges op reguliere fietsen. De operationele kosten daalden met 2,1% naar € 135,7 miljoen. Als percentage van de omzet kwamen de kosten uit op 21,4% (H1 2016: 22,0%). De operationele kosten daalden door het lagere verkoopvolume. In de operationele kosten is een bedrag van € 5,0 miljoen opgenomen aan extra kosten in verband met de implementatie van de nieuwe strategie. Deze zijn gerelateerd aan de versteviging van de groepsorganisatie, IT-projecten en de inhuur van adviesdiensten. De extra kosten waren verantwoordelijk voor het 9,3% lagere bedrijfsresultaat van € 47,5 miljoen (H1 2016: € 52,4 miljoen). De financiële lasten kwamen uit op € 5,5 miljoen (H1 2016: € 4,5 miljoen) door meer omrekeningsverschillen van posities in vreemde valuta (€ 2,0 miljoen) en een versnelde afschrijving van de financieringskosten (€ 0,6 miljoen) van de vorige herfinanciering. De in maart jl. afgeronde verlenging van de groepsfinanciering heeft geleid tot betere condities en lagere rentekosten. Verder daalde het kredietgebruik als gevolg van het verbeterde werkkapitaal. Door de fors lagere verkopen aan Amerikaanse multisport-ketens werd een bestaande belastingvordering van € 3,8 miljoen afgeboekt en worden geen nieuwe belastingvorderingen opgenomen. De belastingdruk nam hierdoor toe van 29,8% naar 37,9%. Dientengevolge daalde het nettoresultaat van € 34,0 miljoen naar € 26,3 miljoen, per aandeel van € 1,34 naar € 1,01. Voor het tweede halfjaar voorziet het management een stijging van de omzet en een onderliggend operationeel resultaat dat rond het niveau van de tweede helft van 2016 (€ 16 miljoen) zal liggen, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Traditioneel is de tweede helft van het boekjaar bij Accell Group licht verlieslatend, met name door discounts die worden gegeven aan de vakhandel om oude fietscollecties versneld af te bouwen.

Op 14 juli maakte Accell Group bekend dat Ton Anbeek, momenteel CEO van Beter Bed Holding, met ingang van 1 november a.s. wordt voorgedragen om benoemd te worden tot CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur. Als CEO zal Ton Anbeek verantwoordelijk zijn voor de verdere implementatie van de nieuwe strategie. De voornaamste uitdagingen voor Anbeek zijn, naast het begeleiden van de omschakeling naar een efficiënt functionerende supply chain-organisatie, het versterken van de slagkracht van de Nederlandse sales- en marketingorganisatie, alsmede het winstgevend maken van de Amerikaanse activiteiten. Tegen de huidige beurskoers van € 25,60 wordt ruim 21x de getaxeerde winst voor de Europese marktleider in fietsenverkoop betaald. Het dividendrendement bedraagt 2,8%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 augustus 2017 betreffen:

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

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De ondertoon van de Nederlandse aandelenmarkt voor small- en midcap blijft positief. Daarbij speelt het gunstige binnenlandse economische klimaat een ondersteunende rol. De tot nu toe gepresenteerde halfjaarcijfers beantwoordden op hoofdlijnen aan onze verwachtingen, maar bleven in enkele gevallen op netto basis (Acomo, Accell Group en Nedap) achter bij onze taxaties vanwege eenmalige factoren.

Wij verwachten dat de publicatie van de resterende halfjaarcijfers van onze participaties, het door ons geschetste perspectief zal bevestigen. Per eind juli noteerde de portefeuille tegen een K/W-verhouding van 17,3x de getaxeerde gewogen winst 2017 en bedroeg het hiervan afgeleide getaxeerde gewogen bruto dividendrendement 3,4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 2 augustus 2017