

## MAANDBERICHT OVER MAART 2018

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt vervolgde in maart de dalende tendens. De AEX-Index leverde 1,0% in op 528,48, de Amsterdam Midkap Index verloor 4,5% op 781,44 en de Amsterdam SmallCap Index daalde 3,8% naar 1037,35.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in maart 1,1% van € 61,36 naar € 60,67. Over de eerste drie maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +9,2%. Het fondsvermogen per 3 april 2018 bedroeg € 128,7 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 119,3 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind maart 7,3% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 april 2018 zijn als volgt:

|                                |               |
|--------------------------------|---------------|
| Beurskoers                     | € 60,97       |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 60,67       |
| Fondsvermogen                  | € 128.717.856 |
| Aantal uitstaande aandelen     | 2.121.556     |

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.           |
|------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|----------------|
| <b>AVF</b> | <b>-3,20</b> | <b>-43,10</b> | <b>+55,56</b> | <b>+51,20</b> | <b>-20,34</b> | <b>+27,80</b> | <b>+8,89</b> | <b>+1,99</b> | <b>+21,98</b> | <b>+14,91</b> | <b>+26,65</b> | <b>+9,18</b> | <b>+184,15</b> |
| AEX        | +5,33        | -50,26        | +41,90        | +9,23         | -8,88         | +13,99        | +20,73       | +8,67        | +7,36         | +13,56        | +16,52        | -2,29        | +53,88         |
| AMX        | -5,07        | -50,45        | +68,35        | +28,71        | -24,55        | +18,96        | +22,81       | +3,40        | +12,14        | +0,81         | +24,71        | -6,26        | +53,49         |
| AScX       | -6,12        | -50,78        | +51,95        | +16,42        | -21,03        | +11,27        | +30,27       | +18,28       | +38,67        | +7,47         | +34,45        | -4,60        | +112,71        |

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 29/3/2018

### Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/3/2018)

Peildatum: 29/3/2018

Koersperformance participaties

| (in %) |                         | -12M   | -6M   | -3M   | -1M   |
|--------|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 1.     | BE Semiconductor Ind.   | +117,2 | +41,1 | +18,8 | +2,2  |
| 2.     | Neways Electronics Int. | +37,8  | +24,7 | +14,3 | -6,9  |
| 3.     | Nedap                   | +31,5  | +28,5 | +15,0 | -4,1  |
| 4.     | TKH Group               | +29,3  | -5,4  | -1,8  | +0,5  |
| 5.     | Aalberts Industries     | +18,2  | +1,1  | -2,4  | +0,2  |
| 6.     | Flow Traders            | +17,2  | +52,2 | +73,1 | +2,8  |
| 7.     | ASM International       | +12,6  | +10,8 | +5,1  | +0,6  |
| 8.     | Kendrion                | +10,9  | -10,2 | -17,3 | -9,5  |
| 9.     | Koninklijke Brill       | +10,5  | -4,4  | -2,0  | +8,7  |
| 10.    | Lucas Bols              | +4,7   | -2,7  | -3,0  | -1,6  |
| 11.    | Hunter Douglas          | +2,8   | -7,7  | -10,5 | -6,4  |
| 12.    | Brunel International    | -2,4   | +10,5 | -2,0  | -8,4  |
| 13.    | Sif Group               | -7,1   | +4,7  | +9,0  | +16,7 |
| 14.    | Acomo                   | -9,4   | -14,0 | -11,6 | -4,1  |
| 15.    | Accell Group            | -30,9  | -32,2 | -24,4 | -15,8 |

- 1) In maart realiseerden 7 van de 15 participaties (= 47%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 11 van de 15 participaties (= 73%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Sif Group** bovengemiddeld in de portefeuille. De significante *outperformance* volgde na een langdurige periode van koersdaling en nadat bekend werd dat de teruggang in opbrengsten en resultaat in 2018 vermoedelijk minder sterk zal zijn dan eerder verwacht;
- 3) **Accell Group** was de minst presterende participatie in de portefeuille. De gepresenteerde resultaten over 2017 bleven achter bij de marktconsensus, terwijl het perspectief voor winstherstel in 2018 en volgende jaren onvoldoende duidelijk is in de sterk disruptieve fietsenbedrijfstadak.

Mutaties in de portefeuille

In maart breidden wij de posities in **ASM International**, **Hunter Douglas** en **Sif Group** uit.

Bedrijfsnieuws

**Hunter Douglas** - jaarcijfers 2017 (bedragen in US\$ miljoen)

|                          | FY 2017 | FY 2016 | %   | Q4 2017 | Q4 2016 | %   |
|--------------------------|---------|---------|-----|---------|---------|-----|
| Omzet                    | 3.226   | 2.821   | +14 | 879     | 759     | +16 |
| EBITDA                   | 391     | 365     | +7  | 113     | 111     | +2  |
| Winst voor belasting     | 260     | 255     | +2  | 75      | 74      | +1  |
| Nettowinst               | 219     | 206     | +6  | 73      | 63      | +16 |
| Winst per aandeel (€)    | 5,56    | 5,36    | +4  | 1,82    | 1,68    | +8  |
| Dividend per aandeel (€) | 1,85    | 1,75    | +6  |         |         |     |

De jaarcijfers van Hunter Douglas, wereldmarktleider in raambekleding en prominent aanbieder van architectonische producten zoals plafond- en gevelsystemen, waren in lijn met onze verwachtingen. De omzetstijging werd voor 11%-punt aangejaagd door de acquisities van Levolor & Kirsch (2016) en Hillarys (2017). Daarnaast was er een volumegroei van 3%-punt en 1%-punt groei uit hoofde van valutaomrekening. In Noord-Amerika (49% van de groepsomzet) vielen de resultaten licht tegen. Het management neemt enkele jaren de tijd om Levolor & Kirsch op een goed winstgevend

niveau te krijgen; de kost gaat hier voor de baat uit. Overigens ondervindt HD als absolute marktleider in toenemende mate hinder van concurrenten als Nien Made uit Taiwan die in deelsegmenten met scherp geprijsde proposities komen. In Europa (38% van de groepsomzet) boekte HD recordresultaten, waarbij de eerste winstbijdrage van Hillarys (over H2 2017) niet teleurstelde. Het management is zeer ingenomen met deze Engelse acquisitie die in 2018 voor een vol jaar aan de groepswinst gaat bijdragen. De fraaie resultaten in Europa werden met name gerealiseerd in de belangrijkste afzetmarkten, de Benelux, Scandinavië, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. In de overige gebieden, Latijns Amerika en Azië (beide 5% van de groepsomzet) en Australië (3%), stonden omzet en resultaten licht onder druk. Traditioneel werd een reorganisatielast, ditmaal van US\$ 20 miljoen (2016: US\$ 16 miljoen), genomen voor de verdere integratie van Levolor & Kirsch en vanwege de acquisitiekosten van de Hillarys-transactie. De ROE (Return on Equity) daalde van 17,6% naar 16,6%. HD investeert stevig in de huidige tijd van hoogconjunctuur. Vorig jaar bedroeg de capex US\$ 130 miljoen bij afschrijvingen van US\$ 82 miljoen, voor het lopende boekjaar staat een bedrag van US\$ 140 miljoen gepland bij getaxeerde afschrijvingen van US\$ 90 miljoen. Voor 2018 verwacht het management een voortzetting van de groei in Noord-Amerika, Europa en Azië en verbeterde economische omstandigheden in Latijns Amerika.

Wij taxeren een winst per aandeel van € 6,50, een toename van ruim 17% ten opzichte van het resultaat van 2017. De belangrijkste groeiders zijn de volledige winstbijdrage van Hillarys, alsmede de inderdieneffecten van de overname van Levolor & Kirsch en de gunstige conjunctuur in de twee grootste afzetmarkten, Noord-Amerika en Europa. Bovendien sluiten wij niet uit dat HD één of meerdere acquisities aankondigt die gezien het sterke cash-genererende vermogen van de groep probleemloos kunnen worden gefinancierd. Tegen de huidige beurskoers van € 64,- worden de aandelen HD gewaardeerd tegen 9,8x de verwachte winst en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,5% (payout ratio: 34%).

#### TKH Group – jaarcijfers 2017 (bedragen in € miljoen)

|                              | FY 2017 | FY 2016 | %   | Q4 2017 | Q4 2016 | %  |
|------------------------------|---------|---------|-----|---------|---------|----|
| Omzet                        | 1.484,5 | 1.341,0 | +11 | 386,1   | 362,3   | +7 |
| EBITA voor eenmalige lasten* | 150,8   | 146,5   | +3  | 43,2    | 46,2    | -7 |
| Winst voor belasting         | 109,3   | 107,0   | +2  |         |         |    |
| Nettowinst                   | 96,6    | 94,4    | +2  | 28,7    | 30,8    | -7 |
| Winst per aandeel (€)        | 2,30    | 2,25    | +2  | 0,68    | 0,73    | -7 |
| Dividend per aandeel (€)     | 1,20    | 1,10    | +9  |         |         |    |

\*herstructureringskosten totaal € 6,3 mln

Technologiebedrijf TKH Group rapporteerde cijfers over 2017 die in lijn waren met de verwachtingen van analisten. 2017 is feitelijk het derde jaar in successie dat TKH Group zich voorbereidt op een nieuwe fase van groei. De kost gaat in deze periode voor de baat uit, waarbij moet worden gedacht aan capaciteitsuitbreiding (met name in het segment bandenbouw en de productielocatie voor sub-sea kabels) en aan het testen van nieuwe technologieën, onder andere van vliegveldverlichtingssystemen. Ondanks dat het winstniveau niet (Q4 2017) of nauwelijks (FY 2017) stijgt, is het management onverminderd positief ten aanzien van het toekomstig perspectief van de groep. CEO Alexander van der Lof noemde concreet vier specifieke product-marktcombinaties:

- 1) Een verdere vergroting van het marktaandeel van VMI bij de Top-5 bandenbouwers;
- 2) Een groter aandeel in de markt van consumentenelektronica met de Machine Vision technologie;
- 3) De uitrol van de eerste projecten op het gebied van de vliegveldverlichtingssystemen (AGL);
- 4) De start van de productie van de sub-sea kabels.

Behalve de materiële investeringen, heeft TKH ook extra geïnvesteerd in ondersteunende diensten als R&D en de operationele en commerciële organisatie, zodat optimaal kan worden gereageerd op de toegenomen vraag vanuit de markt. TKH zet ook het komende jaar door met investeringen, in het bijzonder in de verticals Machine Vision, Tunnel & Infra en Bandenbouw, maar de totale capex zal op een enigszins lager peil liggen dan in voorgaande jaren. Daarbij past de aantekening dat TKH alert blijft voor kansen op de kortere termijn. Zo worden voorbereidingen getroffen om de

productiecapaciteit voor glasvezelkabelnetwerken en industriële kabelsystemen uit te breiden in het lopende boekjaar, op basis van concrete afzetmogelijkheden in beide markten. Van der Lof herhaalde nog eens dat hij een sterke marktgroei verwacht in de komende jaren. In dit kader past ook de verhoging van de geïndiceerde bandbreedte-doelstellingen voor de verticals Machine Vision en Fiber Optics Networks.

Voor Machine Vision is de nieuwe doelstelling € 250 – 300 miljoen (omzet 2017: € 127 miljoen), waar eerder werd uitgegaan van € 150 – 175 miljoen. Het afgelopen jaar beleefde deze vertical een doorbraak in de markt voor consumentenelektronica met de marktintroductie van innovatieve 2D- en 3D-camera's, alsmede van sensortechnologie. Het aantal toepassingen dat gebruik maakt van camera-technologie voor kwaliteitsinspectie en het monitoren van stappen in het productieproces neemt momenteel zienderogen toe. Dit wordt weerspiegeld in een sterk toegenomen marktvraag.

De bandbreedte-doelstelling van Fibre Optic Networks werd verhoogd naar € 175 – 200 miljoen (omzet 2017: € 127 miljoen) – voorheen: € 120 – 150 miljoen -, op grond van een stijgende vraag op de wereldmarkt, die zich recent vooral manifesteerde in Europa (Duitsland, Frankrijk). Al met al ziet Van der Lof een solide basis voor de groepsprognose dat de omzet in de gedefinieerde zeven verticale groeimarkten de komende 3 – 5 jaar zal toenemen met een bedrag van € 300 – 500 miljoen. Deze positieve outlook werd ook vertaald naar hogere ROS- en ROCE-doelstellingen.

Beiden werden met 1%-punt verhoogd naar respectievelijk 12-13% en 21-23%. De relatief sterke verhoging van het dividend(voorstel) kan eveneens als een positief signaal worden gezien.

Voor 2018 voorspelt het management een groei van omzet en resultaten in alle drie divisies. Wij taxeren voor het lopende boekjaar een winsttoename van circa 20% naar € 2,75 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 53,- wordt alsdan 19,3x de verwachte winst voor de aandelen TKH Group betaald en komt het bijbehorende dividendrendement op 2,6%.

Technologiebedrijf **Nedap** en hightechmultinational Osram kondigden een samenwerking aan om armaturen die zijn voorzien van Osram Dexal-drivers te combineren met het Luxon connected lichtmanagement platform van Nedap. Beide ondernemingen nemen daarmee het voortouw in de overgang naar een duurzamere economie door de voordelen van Connected Lighting te ontsluiten voor de markt. De samenwerking geeft klanten de kans om hun duurzaamheidsdoelstellingen versneld te realiseren. Nedap Luxon is een online lichtmanagementplatform dat duurzaamheidsinitiatieven verbindt met financiële doelstellingen.

Door verlichting toe te spitsen op de behoefte van de gebruiker, brandt verlichting alleen daar waar en wanneer nodig. Daarnaast geeft het systeem inzicht in prestaties en verbruik wat toekomstige optimalisaties en proactief onderhoud mogelijk maakt. Met behulp van verschillende dashboards stelt Nedap gebruikers in staat alle bedrijfsvestigingen online binnen één systeem te beheren. Luxon is eenvoudig te combineren met elk gewenst verlichtingssysteem. Door de combinatie van Osram Dexal en Nedap Luxon kunnen diverse armatuurtypen eenvoudig worden verbonden met het Luxon lichtmanagementplatform.

De Osram Dexal-technologie is een generieke interface, waarmee communicatie tussen de driver en het 'slimme onderdeel' in de armatuur mogelijk is. De Luxon IoT Node van Nedap, die de armaturen verbindt met het lichtmanagementplatform, zorgt samen met de Dexal-technologie voor een elegante en slimme armatuuroplossing die uiteraard aan alle voorschriften voldoet. De aldus gerealiseerde compatibiliteit resulteert in een eenvoudig te implementeren oplossing die aansluit bij de groeiende vraag naar connected apparaten.

Bij de marktgroep Nedap Light Controls daalden de opbrengsten in 2017 ten opzichte van het voorgaande jaar. Dit was te wijten aan het uitstel van de invoering van wetgeving die het behandelen van ballastwater met uv-licht wereldwijd verplicht stelt. Hoewel de verwachte omzettoename bij uv-ballastwaterbehandeling niet voor 2019 plaatsvindt, voorziet de marktgroep op basis van de groeiverwachtingen voor Luxon lichtmanagementsystemen toch een toename van de bedrijfsopbrengsten in 2018.

Voor 2018 voorziet het Nedap-management trouwens voor alle marktgroepen een groei van de opbrengsten, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Uitgaande van een geschat opbrengstenniveau van circa € 200 miljoen in 2018 waarop een operationele marge van 10% wordt gerealiseerd, komt voor Nedap een getaxeerde winst per aandeel van circa € 2,40 in beeld. Tegen de huidige beurskoers van € 53,00 wordt thans 22x de verwachte winst voor de

aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement komt, bij een veronderstelde pay-out ratio van 80% op een aantrekkelijke 3,6%.

**Sif Group** (jaarcijfers 2017 – bedragen in € miljoen)

|                          | <b>FY 2017</b> | <b>FY 2016</b> | <b>%</b> |
|--------------------------|----------------|----------------|----------|
| Omzet                    | 327,2          | 400,3          | -18      |
| Contributie              | 135,6          | 129,5          | +5       |
| EBITDA                   | 54,6           | 58,6           | -7       |
| Nettowinst               | 30,8           | 37,4           | -18      |
| Winst per aandeel (€)    | 1,21           | 1,47           | -18      |
| Dividend per aandeel (€) | 0,30           | 0,37           | -19      |
| Productie Kton           | 232            | 191            | +21      |
| Bezetting (%)            | 84             | 85             | -1       |

Sif Group, producent van monopiles en transitiestukken voor de offshore wind- en olie- en gasindustrie, rapporteerde meevallende cijfers over boekjaar 2017. In het vierde kwartaal 2017 kon een recordproductie worden gerealiseerd, waarbij de ingebruikname van de tweede productielijn op de Maasvlakte 2 en de verbeterde productielocatie in Roermond een goede bijdrage leverden. Hierdoor steeg de productie in FY 2017 met ruim 20% tot 232 kiloton en nam de contributiebijdrage (omzet minus verkoopkosten) met 5% toe tot € 135,6 miljoen. De contributie per kiloton daalde dientengevolge van € 678,- naar € 585,- door minder gunstige marktomstandigheden in combinatie met een hoger gewicht en diameters van de geproduceerde monopiles.

Het investeringsprogramma met betrekking tot de Maasvlakte 2 werd succesvol afgerond; hierdoor is de jaarlijkse productiecapaciteit vergroot van 225 naar circa 300 kiloton (+33%). 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 aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid zal Sif dit jaar alsnog een project van circa 70 kiloton gaan uitvoeren, waarmee de teruggang in omzet/bezetting/resultaat minder sterk zal zijn dan aanvankelijk werd gevreesd. Bovendien is Sif genoodzaakt om in H2 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. De projectenpijplijn voor 2019 – 2020 is daarnaast goed gevuld met potentiële opdrachten voor Borssele 3-4 en Fryslan 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 Bruggenthijs zal deze komende bloeiperiode van Sif niet meer als bestuurder meemaken. Hij kondigde om privéredenen zijn afscheid per 3 mei a.s. aan.

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%.

**Koninklijke Brill** – jaarcijfers 2017 (bedragen in € miljoen)

|                          | <b>FY 2017</b> | <b>FY 2016</b> | <b>%</b> |
|--------------------------|----------------|----------------|----------|
| Omzet                    | 36,4           | 32,2           | +13      |
| EBITDA                   | 4,2            | 4,5            | -7       |
| EBIT                     | 3,3            | 3,7            | -11      |
| Nettowinst               | 2,3            | 2,8            | -18      |
| Winst per aandeel (€)    | 1,21           | 1,49           | -19      |
| Dividend per aandeel (€) | 1,32*          | 1,32           | 0        |

\*) = exclusief € 3,00 per aandeel buitengewoon dividend

Brill had vorige maand reeds de voorlopige jaarcijfers gerapporteerd. De omzet kwam uit op € 36,3 miljoen, een stijging van 13% ten opzichte van het voorgaande jaar (€ 32,2 miljoen), zijnde een combinatie van autonome groei (+4%) en groei uit acquisities. De EBITDA kwam lager uit dan verwacht. Brill ging eerder uit van een *mid single digit* groei, maar uiteindelijk daalde de EBITDA met 6,5% van € 4,5 miljoen naar € 4,2 miljoen.

Als oorzaak voor het achterblijvende resultaat wijst scheidend CEO Herman Pabbruwe op hoger dan voorziene productiekosten die zich aan het einde van het boekjaar manifesteerden. Daarnaast besloot Brill om versneld af te schrijven, vanwege wijzigende verkooppatronen in haar afzetmarkt, terwijl ook de gekapitaliseerde ontwikkelingskosten in een hoger tempo worden afgeboekt. Deze laatste kostenpost zal qua invloed in de nabije toekomst overigens weer afnemen doordat er kostenbesparingen in de typografische verwerking tegenover staan.

Tenslotte zorgde de collectieve bedrijfs-CAO in november voor een tegenvaller aan de kostenkant. Tegenover de tegenvallers in de productiekosten stonden meevallers in het aanzienlijk efficiënter beheer van het werkkapitaal en de eerste EBITDA-bijdragen van de recente acquisities van Schöningh & Fink en Sense.

Gecorrigeerd voor eenmalige posten liet de EBITDA-marge in 2017 een lichte stijging zien. Het verbeterde werkkapitaalbeheer leidde per jaarultimo tot een hoger dan verwacht saldo liquiditeiten van € 3,8 miljoen, niettegenstaande aanzienlijke investeringen in content development, acquisities en de lagere EBITDA.

Het management is optimistisch ten aanzien van het lopende boekjaar. Er is sprake van een gezond groeiperspectief waardoor een tevredenstellende verbetering van de winstgevendheid binnen bereik ligt, waarbij wordt gestreefd naar een succesvolle integratie van de twee acquisities alsmede naar het verzilveren van de vorig jaar uitgevoerde investeringen.

Ronduit verrassend is de eenmalige dividenduitkering van € 3,00 per aandeel bovenop het reguliere dividend van € 1,32 per aandeel (gelijk aan dat van 2016) dat al een pay-out ratio van 109% impliceert, omdat de winst per aandeel 2018 op € 1,21 uitkomt. Het management heeft besloten tot deze opmerkelijke stap op grond van de hoge solvabiliteit per ultimo 2017 (56%), met inachtnaam van de gewogen belangen van stakeholders in de onderneming, alsmede op grond van de goede perspectieven voor de toekomst.

Ter financiering van de hoge pay-out ratio zal een nieuw financieringsarrangement met de banken worden afgesloten, voordat het dividend wordt uitgekeerd (op woensdag 23 mei a.s.). Voor het lopende jaar menen wij dat een winst per aandeel van € 1,60 haalbaar moet zijn. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 88% resulteert aansluitend een getaxeed dividend van € 1,42. Tegen de huidige beurskoers van € 34,- wordt 21,2x de getaxeerde winst voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en bedraagt het dividendrendement 4,2%.

**Accell Group** - jaarcijfers 2017 (bedragen in € miljoen)

|                          | <b>FY 2017</b> | <b>FY 2016</b> | <b>%</b> |
|--------------------------|----------------|----------------|----------|
| Omzet                    | 1.069          | 1.048          | +2       |
| EBIT                     | 38,0           | 60,4           | -37      |
| Nettowinst               | 10,5           | 32,3           | -68      |
| Winst per aandeel (€)    | 0,40           | 1,24           | -67      |
| Dividend per aandeel (€) | 0,50           | 0,72           | -31      |

Bij een omzetsijging van 1,9% als gevolg van een aanhoudende groei van e-(performance) bikes en hogere bijdrages uit Duitsland, Oostenrijk, Zwitserland en Frankrijk, was er een forse daling van het bedrijfsresultaat (-37%) door met name tegenvallende prestaties en incidentele lasten bij de transformatie van de organisatie in Noord-Amerika (in totaal € 10 miljoen) en extra (ingecalculeerde) kosten voor implementatie van de nieuwe groepsstrategie.

De EBIT-daling werd versterkt door lagere fietsverkopen in Noord-Amerika en thuisland Nederland, waar Accell omzet- en margedruk ervaart van agressief opererende online-aanbieders als Fietswinkel.nl en Stella. Het netto resultaat daalde met 67% door de (non-cash) afboeking van belastingvorderingen in Noord-Amerika en Finland, waardoor de belastingdruk opliep van 38,7% naar 65,2%.

Onder aanvoering van de nieuwe CEO Ton Anbeek (voorheen Beter Bed Holding) gaat Accell de 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 € 1,30 per aandeel, 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 € 17,- wordt ruim 13x de verwachte winst voor de aandelen Accell Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,8%.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 3 april 2018 betreffen:

| Onderneming                      | Percentage <sup>1</sup> |
|----------------------------------|-------------------------|
| Flow Traders                     | 14,8%                   |
| ASM International                | 13,8%                   |
| Hunter Douglas                   | 11,3%                   |
| BE Semiconductor Industries      | 9,7%                    |
| Nedap                            | 8,2%                    |
| TKH Group                        | 6,9%                    |
| Neways Electronics International | 6,1%                    |
| Sif Group                        | 5,2%                    |
| Kendrion                         | 4,6%                    |
| Brunel International             | 3,4%                    |
| Overige 5 participaties          | 8,7%                    |
| Liquiditeiten en overige         | 7,3%                    |
| <b>Totaal</b>                    | <b>100,0%</b>           |

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Onder invloed van de dreiging van een escalerende handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China is het markt sentiment de achterliggende periode verslechterd. Daarnaast is de verwachting dat de rentetarieven in de loop van dit jaar zullen gaan oplopen. Deze combinatie zorgt momenteel voor terughoudendheid bij aandelenbeleggers. Het perspectief op omzet- en winstgroei bij de deelnemingen in portefeuille blijft daarentegen voor 2018 veelbelovend. Wel dient rekening te worden gehouden met enige margedruk uit hoofde van de zwakkere US dollar en het Britse pond, alsmede met stijgende loonkosten. Daar staat tegenover dat de ondernemingen in de portefeuille de achterliggende periode aanzienlijke investeringen in toekomstige groei hebben gedaan, waarbij de kost voor de baat uitging. Wij verwachten dat het rendement op deze investeringen deels zichtbaar zal worden in het lopende boekjaar.

Per eind maart noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 14,9x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 3,6%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
Willem Burgers  
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 9 april 2018