

MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2017

Inleiding

In augustus verloor de Nederlandse aandelenmarkt licht terrein over de volle breedte van de markt. De AEX-Index daalde 1,0% naar 516,04, de Amsterdam Midkap Index leverde 1,7% in op 783,90 en de Amsterdam SmallCap Index verloor 0,1% op 1000,06.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in augustus 4,3% van € 53,99 naar € 51,67. Over de eerste acht maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +17,9%. Het fondsvermogen per 1 september 2017 bedroeg € 95,0 miljoen, hetgeen voor 100,0% is belegd in 16 ondernemingen.

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

Beurskoers	€ 51,93
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 51,67
Fondsvermogen	€ 95.012.406
Aantal uitstaande aandelen	1.838.676

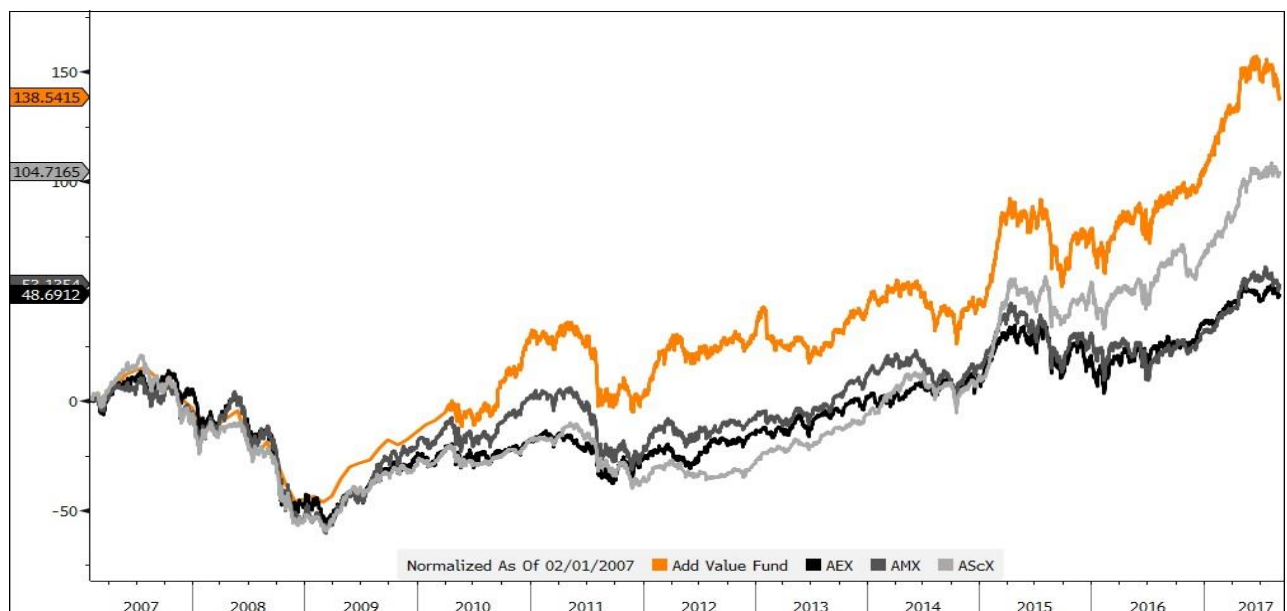
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+17,88	+138,54
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+10,01	+48,69
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+16,63	+53,14
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+23,45	+104,72

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/8/2017

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/8/2017)

Peildatum: 31/8/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+94,1	+50,9	+14,3	-0,8
2.	Neways Electronics Int.	+51,8	+23,1	+2,0	-0,8
3.	TKH Group	+44,7	+28,6	+10,9	-4,2
4.	ASM International	+44,7	+2,9	-10,6	-2,9
5.	Kendrion	+40,1	+30,3	+3,0	-0,8
6.	Hunter Douglas	+32,5	+9,3	-14,1	-7,3
7.	Koninklijke Brill	+30,9	+22,2	+2,1	+0,2
8.	Nedap	+26,6	+3,6	-2,1	-0,2
9.	Aalberts Industries	+24,4	+14,8	+3,8	+1,3
10.	Lucas Bols	+16,3	+7,4	-2,7	-4,5
11.	Accell Group	+11,8	+17,6	-13,6	+0,1
12.	Sif Group	+8,4	-30,4	-14,5	-18,1
13.	Acomo	+6,2	+10,7	-6,1	-1,2
14.	Flow Traders	-14,0	-30,2	-13,0	-10,9
15.	Koninklijke Vopak	-21,8	-10,9	-11,8	-11,7
16.	Brunel International	-29,4	-25,5	-18,4	-13,7

- 1) In augustus realiseerden 3 van de 16 participaties (= 19%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 16 participaties (= 81%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Aalberts Industries** bovengemiddeld in de portefeuille. De toeleverancier aan de industrie presenteerde eind juli halfjaarcijfers van uitstekende kwaliteit;
- 3) **Brunel International**, **Sif Group** en **Koninklijke Vopak** waren *underperformers* in de portefeuille. De drie ondernemingen rapporteerden halfjaarcijfers die achterbleven bij de consensusverwachting. Het middellange termijnperspectief van deze deelnemingen beoordelen wij echter als onveranderd positief.

Mutaties in de portefeuille

In augustus hebben wij de belangen in **Aalberts Industries**, **BESI** en **Kendrion** licht verkleind. Daarentegen hebben wij de positie in **Sif Group** vergroot.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas, wereldmarktleider op het gebied van raambekleding en toonaangevend producent van architectonische producten zoals plafond- en gevelsystemen, rapporteerde licht tegenvallende cijfers over Q2 2017. De omzet steeg met 13,1% van US\$ 715,2 miljoen naar US\$ 809,1 miljoen, waarbij sprake was van 1,3% volumegroei, een negatieve valuta-invoel van 1,0% en een bijdrage uit acquisities van 12,8%. Deze laatste grote bijdrage betreft de acquisitie van het Amerikaanse Levolor & Kirsch (L&K) uit het voorjaar van 2016. De autonome omzetgroei werd gerealiseerd in de twee thuismarkten, Europa en Noord-Amerika, gezamenlijk goed voor circa 78% van de groepsomzet. De volumegroei van +1% in Europa bleef achter bij onze verwachtingen. Met name Duitsland en Scandinavië presteerden minder dan voorzien. De volumetoename in Noord-Amerika bleef met +5% (vanaf een reeds hoog niveau) goed op peil. De omzetten in Latijns Amerika en Azië daalden, waarbij voor Azië een herstel in H2 2017 wordt voorzien. De Aziatische omzet is traditioneel onderhevig aan stevige fluctuaties op korte termijn als gevolg van de relatief grote projectcomponent in deze omzet. De winst voor belasting steeg in Q2 2017 met 9% van US\$ 78,9 miljoen naar US\$ 86,0 miljoen, mede door een hogere bijdrage vanuit de Investment Portfolio van US\$ 2,2 miljoen (Q2 2016: US\$ -0,5 miljoen). Deze Investment Portfolio wordt in H2 2017 volgens plan volledig afgebouwd, mede ter financiering van de recente acquisities van L&K en het Britse Hillarys. Over H1 2017 boekte Hunter Douglas op een met

15,8% gestegen omzet van US\$ 1.512,8 miljoen (H1 2016: US\$ 1.306,3 miljoen) een winst vóór belasting (exclusief resultaat Investment Portfolio) die 10,2% steeg van US\$ 110,8 miljoen naar US\$ 122,1 miljoen. Er werd met US\$ 60 miljoen fors meer geïnvesteerd dan in dezelfde periode van 2016 (US\$ 32 miljoen), terwijl ook de begrote investeringen voor geheel 2017 met US\$ 10 miljoen opwaarts werden bijgesteld naar circa US\$ 110 miljoen (2016: US\$ 84 miljoen). De extra investering heeft betrekking op het grote IT-project ONE Hunter Douglas in Noord-Amerika. Daarmee investeert de groep voor het eerst sinds jaren weer meer dan het niveau van de afschrijvingen dat in H1 2017 op US\$ 40 miljoen uitkwam en voor het gehele jaar is begroot op US\$ 80 miljoen. Voor geheel 2017 voorspelt het management een voortgaande groei in Europa, de Verenigde Staten en Azië en aanhoudend moeilijke marktomstandigheden in Latijns Amerika. Wij voorzien een versnelling van de winstgroei in H2 2017 op grond van de eerste (hoge) winstbijdrage van Hillarys (wordt vanaf 17 juli 2017 geconsolideerd), het goed gevulde orderboek in Azië en de gunstige perspectieven op de twee thuismarkten. Daarbij lijkt de tegenvallende groei in Duitsland zich vooralsnog te beperken tot de maand april. Nadien trekken de verkopen in deze belangrijke Europese markt weer aan. Voorts dient te worden bedacht dat het management vaart wil maken om de winstgevendheid van L&K substantieel te verbeteren. Hierdoor gaat de kost enigszins voor de baat uit; er wordt twee à drie jaar uitgetrokken om L&K naar het gewenste niveau te brengen. Wij verlagen onze winsttaxatie voor het lopende boekjaar van € 7,25 naar € 6,50 per aandeel, maar handhaven onze prognose van € 8,00 voor boekjaar 2018. Tegen de huidige beurskoers van € 68,60 wordt slechts 10,6x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Hunter Douglas betaald, hetgeen in schril contrast staat tot de waardering van sectorgenoten Nien Made (Taiwan) en Somfy (Frankrijk) die tegen respectievelijk 24x en 19x de verwachte winst 2017 worden verhandeld.

Technologiebedrijf **TKH Group** rapporteerde tweede kwartaalcijfers 2017 die op hoofdlijnen overeenkwamen met de consensusverwachting. De omzet steeg met 9,7% naar € 365,5 miljoen (Q2 2016: € 333,3 miljoen), waarbij de autonome omzetgroei een solide +7,4% bedroeg. De stijging van de autonome omzet in de drie segmenten Telecom Solutions (+10,9%), Building Solutions (+7,9%) en Industrial Solutions (+5,8%) werd met name bewerkstelligd door een sterke bijdrage vanuit de verticale groeimarkten. Echter, hogere aanloopkosten in de verticale groeimarkten Marine & Offshore, Tunnel & Infra en Parking (alle in het segment Building Solutions) leidden tot een 6% lagere EBITA van € 31,6 miljoen (Q2 2016: € 33,6 miljoen). De hogere aanloopkosten hadden betrekking op de nieuwe subsea-productiefaciliteit in Lochem (€ 1,5 miljoen), de ontwikkeling van de airfield ground lighting-portfolio (€ 1,5 miljoen) en eenmalige kosten voor het opwaarderen van technologie voor parkeer guidance systemen (€ 2,0 miljoen). Bij deze laatste deelpost moet feitelijk nog een additioneel bedrag van € 3 miljoen worden geteld voor de versnelde introductie van nieuwe technologie die in april werd uitgerold om bestaande eindklanten tijdig te faciliteren. Dit bedrag was indirect zichtbaar in een 0,2% daling van de brutomarge. Ook in Q3 2017 dient nog rekening te worden gehouden met ongeveer eenzelfde bedrag (circa € 7 miljoen) voor eenmalige ontwikkelingskosten. Tegen deze achtergrond is de prognose van het management van een nettoresultaat vóór amortisatie en buitengewone baten/lasten voor het gehele boekjaar 2017 van € 92 à 97 miljoen (2016: € 94,4 miljoen) goed te plaatsen. Omdat CEO Alexander Van der Lof expliciet aangaf dat met de extra kosten in Q2 en Q3 2017 de basis voor 2018 verder is versterkt, lijkt de haalbaarheid van de (markt)taxaties voor 2018 te zijn vergroot. De scherp negatieve koersreactie direct na publicatie van de cijfers lijkt daarom een kortstondige interruptie van de lange termijn *uptrend* van het aandeel te zijn geweest. Immers, de onderliggende ontwikkeling binnen de verschillende verticale groeimarkten spreekt alleszins tot de verbeelding. In *Telecom Solutions* nam de EBITA in H1 2017 met 21,1% toe van € 9,2 miljoen naar € 11,2 miljoen bij een met 12% gestegen omzet van € 94,2 miljoen (H1 2016: € 84,1 miljoen). TKH profiteert hier van de in het verleden aangelegde productiecapaciteit van glasvezel die momenteel optimaal wordt benut omdat in Europa een sterke vraag naar glasvezelnetwerken in met name Frankrijk actueel is, in aanloop naar de introductie van de 5G-technologie die uiterlijk in 2022 breed beschikbaar dient te zijn. TKH zal in H2 naar verwachting voor een tegenwaarde van € 7 miljoen investeren in extra-capaciteit om aan de sterke vraag te kunnen voldoen. In *Building Solutions* steeg de omzet in H1 2017 met 13,9% van € 274,0 miljoen naar € 312,0 miljoen, terwijl de EBITA vanwege de hiervoor genoemde eenmalige posten met 7,5% daalde van € 28,9 miljoen naar € 26,7 miljoen. Deze cijfers verhullen een krachtige groei in Machine Vision waar de voorbereidingen worden getroffen voor expansie in de markt van 2D- en 3D-camerasystemen die vanaf 2018 tot een stevige orderingang zal leiden. Van der Lof benadrukte dat de zwakke gang van zaken in het segment Parking eenmalig is; nu de nieuwe technologie

beschikbaar is zullen de verschillende projecten weldra kunnen worden opgeleverd. In *Industrial Solutions* steeg de omzet in H1 2017 met 9,2% van € 292,1 miljoen naar € 319,1 miljoen, terwijl de EBITA met 24,6% opliep van € 32,8 miljoen naar € 40,9 miljoen. Een omzetstijging van 5,6% in Connectivity Systems, met name gedreven door een toenemende vraag naar kabels voor de medische- en robotindustrie, stond in de schaduw van de aantrekkende markt van Manufacturing Systems, waar de autonome omzet met 11,9% toenam. De omzet en orderingang bij bandenmachinebouwer VMI trekt sinds Q4 2016 weer aan. Net als in Q1 2017 bedroeg de orderintake in Q2 2017 € 114 miljoen, gedragen door een verder herstel van de Chinese markt en een toenemend marktaandeel bij de Top-5 bandenbouwers. Omdat de specificatie van de veelal nieuwe machines extra tijd en inspanning van engineers vergt, zal de uitlevering van de meerderheid van deze machines in boekjaar 2018 plaatsvinden. Kortom, ook hier gaat de kost voor de baat uit en is sprake van margedruk in H2 2017. Voor geheel 2017 verlagen wij derhalve de taxatie van de winst per aandeel van € 2,60 naar € 2,30 (2016: € 2,25), maar voor 2018 handhaven wij de eerdere prognose van € 2,95 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 50,- wordt 16,9x de verwachte winst 2018 voor de aandelen TKH Group betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 2,2%.

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). In een gesprek met het management werd ons duidelijk dat het perspectief van Nedap voor de komende jaren sterk is verbeterd. De sinds 2012 verrichte investeringen in de marktgroepen betalen zich uit om marktgericht te kunnen opereren. In concreto streeft het management ernaar om zich te richten op circa 400 producten, waarvan 200 een hoog volume hebben en 200 een complementair karakter hebben. De herinrichting van de *supply chain* heeft tot een afname van 60 directe medewerkers geleid. Het zogenaamde ‘inregelen’ van de *supply chain*

zal naar verwachting ook in het komende boekjaar nog aanvullende kosten met zich kunnen meebrengen, zij het dat deze op een veel lager niveau zullen liggen dan in het lopende jaar. Wij voorzien een reële mogelijkheid dat Nedap de hoge autonome omzetgroei van H1 2017 zal kunnen handhaven in 2018 en 2019. Daarbij zal naar onze indruk het overgrote deel van de groei plaatsvinden in de vijf grootste marktgroepen:

- **Livestock Management:** Nedap is wereldwijd toonaangevend in de automatisering van de melkvee- en varkenshouderij. De sterk gestegen melkprices en de versterking van de marktgroep hebben in H1 2017 geleid tot een stijging van de opbrengsten in de melkveehouderij. De opbrengsten in de varkenshouderij lagen op het niveau van het sterke eerste halfjaar van 2016. Investeerde Nedap tien jaar geleden te weinig in innovatie, nu slaagt de marktgroep erin om steeds meer functionaliteiten aan de geboden oplossingen toe te voegen. Nedap heeft de ambitie om de 'Bosch van de melkstal' te worden door een geweldige service aan de doelgroep te bieden. Datamanagement wordt bij Livestock Management steeds belangrijker, waardoor ook de wederkerende opbrengsten naar verwachting gaan toenemen. De marktgroep slaagt erin om gestaag marktaandeel te winnen;
- **Healthcare:** Nedap is de onbetwiste marktleider in Nederland op het gebied van de automatisering van administratieve werkzaamheden van zorgprofessionals met een marktaandeel dat de 50% ruim overstijgt. De opbrengsten zijn in H1 2017 flink gegroeid. Steeds meer instellingen in de ouderenzorg zetten de softwarediensten van Nedap in voor ondersteuning van hun dagelijkse activiteiten. Ook zijn de eerste organisaties in de geestelijke gezondheidszorg (GGZ) en de verstandelijk gehandicaptenzorg op oplossingen van Nedap overgestapt. Hoewel de opbrengsten in deze markten nog beperkt zijn, is het groeipotentieel groot. De opbrengsten van Healthcare zijn volledig abonnement gebonden en hebben derhalve een 100% wederkerend karakter;
- **Retail:** Nedap levert in meer dan 127 landen wereldwijd oplossingen op het gebied van de optimalisatie van het voorraadbeheer bij retailers (zowel food- als non-food) waardoor de productiviteit op de werkvloer en accuraatheid wordt geoptimaliseerd. Nedap is een voorloper op het gebied van RFID-oplossingen in Fashion Retail, en wint gestaag marktaandeel met state-of-the-art projecten die binnen twee weken kunnen worden uitgerold bij de klant. De opbrengsten groeiden in H1 2017, waarbij de eerste bijdrage van de groei in Noord-Amerika zichtbaar begint te worden;
- **Security Management:** Nedap heeft met AEOS, het eerste op software gebaseerde security management platform, een sterke troef in handen. Momenteel profiteert de marktgroep van de opdrachten die de afgelopen jaren zijn gewonnen bij grote klanten in Europa, met name in Nederland en Frankrijk. De prioriteit ligt nu op het versterken van de marktposities in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. De opbrengsten lagen in H1 2017 boven het niveau van 2016. Met meer dan 150 verschillende functionaliteiten biedt het AEOS-systeem, dat is samengesteld uit Nedap-componenten, optimale veiligheid voor elk gebouw, locatie en/of situatie;
- **Light Controls:** Nedap richt zich op de *sweet spot* van de internationale verlichtingsmarkt, alle toepassingen die draadloos kunnen worden bestuurd. Doelstelling is om het aantal lichtpunten onder beheer verder te laten stijgen, waarbij de in mei geïntroduceerde Luxon IoT-node een belangrijke doorbraak betekende. Deze oplossing zorgt ervoor dat de aantrekkelijkheid van *connected lighting* sterk toeneemt. De opbrengsten in H1 2017 daalden als gevolg van de ingezette afbouw van de QL- en HID-producten. De komende jaren verwacht Nedap echter een sterke groei van Light Controls, wederom gedreven vanuit de sterke kennispositie in RFID. Ook de Light Controls-oplossingen hebben een hoog wederkerend opbrengstengehalte.

De komende maand organiseert Nedap voor de eerste maal in haar geschiedenis een Investor Day. Wij zullen de inhoud van de op deze dag gegeven presentaties in het maandbericht over oktober weergeven. Tegen de huidige beurskoers van € 38,80 wordt 15,5x de getaxeerde winst 2018 van € 2,50 per aandeel voor Nedap betaald. Het getaxeerde dividendrendement bedraagt bij de huidige beurskoers 5,2%.

Kendrion, wereldmarktleider in de productie van elektromagneten, is goed op weg om de interne doelstellingen van het Simplify – Focus – Grow programma te realiseren. Dit plan voorziet in een gemiddelde jaarlijkse autonome omzetgroei

van 5% en een EBITA-marge van 10% per eind 2018. De omzet steeg in Q2 2017 met 3% van € 114,1 miljoen naar € 117,3 miljoen, terwijl de EBITA met 23% toenam van € 8,6 miljoen naar € 10,6 miljoen. Op halfjaarbasis steeg de omzet met 5% van € 225,4 miljoen naar € 235,6 miljoen en bedroeg de EBITA-stijging 29% van 16,4 miljoen naar € 21,1 miljoen. Kendrion voerde € 2,0 miljoen op als additionele kosten voor het Simplify-traject die zullen resulteren in een structurele kostenbesparing van € 1,8 miljoen op jaarbasis. Voor geheel 2017 zijn eenmalige kosten van € 4,0 miljoen begroot die tot een structurele kostenbesparing van € 3 miljoen op jaarbasis moeten leiden. Voorts viel op dat de omzet van de Industriële activiteiten (ongeveer 1/3 van de groepsomzet) in een gelijk tempo groeit (+4,5%) als de Automotive-activiteiten (circa 2/3 van de groepsomzet). De groei werd in H1 2017 enigszins gedrukt door het beëindigen van de activiteiten in Brazilië en India en het stilleggen van een productiefaciliteit in Zwitserland. Anderzijds gaat Kendrion fors investeren in de uitbreiding van de productiecapaciteit in Duitsland en China. In het Zuid-Duitse Villingen, de bakermat van de Europese elektromagnetenindustrie, wordt de productiecapaciteit van magnetische remmen uitgebreid. Deze componenten worden onder meer toegepast in industriële robots, die worden geproduceerd door bedrijven als Siemens, Kuka en ABB, al jarenlang belangrijke eindklanten van Kendrion. In China wordt de bestaande fabriekscapaciteit in Suzhou, in het oosten van het land, verdubbeld. China, nu nog goed voor circa 4 à 5% van de groepsomzet, moet op middellange termijn doorgroeien naar een omzetaandeel van 20%, overeenkomend met het relatieve aandeel van China op de wereldmarkt. CEO Joep van Beurden benadrukt dat dit een geleidelijk proces zal zijn, waarbij kwaliteit en leverbetrouwbaarheid voorop staan. Er is vorig jaar apart Chinees management in de Kendrion-organisatie aangesteld, onder wiens leiding ook een aparte lokale sourcing-activiteit is opgestart. Hierdoor is Kendrion beter in staat de productie te stroomlijnen en de aanwezige voordelen uit de toegenomen schaalgrootte te verzilveren. Het management is positief gestemd ten aanzien van de perspectieven voor H2 2017. Daarbij wordt gewezen op de aantrekkelijke economische groei in Kendrion's belangrijkste markt Duitsland en in het bijzonder op het herstel in de Duitse machinebouw-index. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2017 op € 1,75 (2016: € 1,47) en verhogen de taxatie 2018 van € 2,10 naar € 2,30 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 35,70 wordt 15,5x de verwachte winst 2018 voor de aandelen Kendrion betaald en bedraagt het corresponderende dividendrendement 3,2% op basis van de traditionele 50% pay-out ratio.

Neways Electronics International, actief in de EMS – Electronic Manufacturing Services – markt, boekte in het eerste halfjaar van 2017 een autonome omzetgroei van 7,9% (van € 197,9 miljoen naar € 213,6 miljoen), voornamelijk door een sterkere bijdrage vanuit de sectoren Halfgeleider, Automotive en Defensie. De orderingang steeg met 12,1% ten opzichte van H1 2016, met name door nieuwe orders bij Halfgeleider en Automotive. Per ultimo juni 2017 bedroeg de orderportefeuille € 218,0 miljoen in vergelijking met € 184,4 miljoen een jaar eerder. De brutomarge verbeterde met 9,3% van € 77,6 miljoen naar € 84,8 miljoen door hogere verkopen en de materialisatie van inkoopvoordelen. Daarentegen bleef het genormaliseerde bedrijfsresultaat onveranderd op € 7,2 miljoen, waaruit een daling van de EBIT-marge volgt van 3,6% naar 3,4%. Sneller dan geanticiperde groei van het activiteitsniveau en late leveringen door schaarste op de componentenmarkt hebben geleid tot inefficiëntie in het productieproces en hogere inzet van tijdelijke krachten. Daarnaast zijn extra investeringen gedaan in de organisatie om grotere en complexere ontwikkelingsprojecten te kunnen realiseren, met een dempend effect op het resultaat als gevolg. Door een eenmalige belastingbate van € 0,4 miljoen en lagere rentelasten steeg het nettoresultaat met 11,4% van € 4,4 miljoen naar € 4,9 miljoen. CEO Huub van der Vrande stelde in een toelichting op de cijfers dat Neways steeds vaker door zowel bestaande als nieuwe klanten in een vroeg stadium wordt benaderd en betrokken bij de ontwikkeling van nieuwe elektronische componenten en systemen. Zeker voor de ontwikkelaars en engineers van Neways was het een drukke eerste helft van het jaar. Naast een sterke groei in het aantal orders steeg ook de gemiddelde ordergrootte. Hierdoor neemt het wensen- en eisenpakket van de klanten van Neways toe, terwijl tegelijkertijd de complexiteitsvraag groeit. Als gevolg van het snelle opschalen van zowel de omvang als de complexiteit in ontwikkelingsprojecten heeft Neways bij enkele projecten extra inspanningen (met extra kosten) moeten leveren. Van der Vrande bespeurt een duidelijk verbeterpotentieel om de projecten efficiënter en effectiever uit te voeren. 'Wij zijn dan ook niet tevreden over de ontwikkeling van het resultaat in het afgelopen halfjaar.' Neways zal in de tweede helft van 2017 de uitrol van het groepsbrede verbeterprogramma 'Up to the next level' voortzetten en hierbij prioriteit geven aan verbetering van de operationele efficiëntie. In combinatie met de sterk toegenomen orderportefeuille wordt verwacht dat de netto-omzet en het genormaliseerde bedrijfsresultaat voor

heel 2017 hoger zullen uitkomen dan in 2016. Wij handhaven onze winsttaxaties voor 2017 en 2018 op respectievelijk € 1,00 en € 1,15 per aandeel. De aandelen Neways Electronics International noteren thans tegen € 12,65 op 11x de getaxeerde winst 2018. Het bijbehorende dividendrendement komt alsdan op 3,6%.

Soft commodity handelshuis **Acom** (Amsterdam Commodities) bevindt zich in een transitieperiode. CEO Erik Rietkerk trad terug op de Algemene vergadering van Aandeelhouders van 25 april jl. Zijn opvolger, Allard Goldschmeding, voert als Group Managing Director de nieuwe one-tier board aan, die Acom naar de volgende fase in haar bestaan moet leiden. Omdat Acom de laatste jaren weliswaar operationeel uitstekend presteert, maar de winstgevendheid ziet stabiliseren, spraken wij met de nieuwe eerste man van de Acom-organisatie om de opties om een hernieuwd groeipad te vinden in kaart te brengen. Daarbij is de uitgangspositie van Acom beslist een aantrekkelijke: de onderneming profiteert van vier structurele lange termijntrends in de voedingsmarkt, te weten (1) de groeiende wereldbevolking (2) de ontwikkeling naar minder vet en suiker in het voedsel (3) toenemende voedselveiligheid (4) voldoende kritische massa. Acom onderscheidt vier segmenten waarop wordt geopereerd in de internationale voedingsmarkt.

2016 (Bedragen in € miljoen)	Specerijen en Noten	Eetbare Zaden	Thee	Voedsel Ingrediënten	Holding- en groepskosten	Totaal
Omzet	345,8	182,0	137,7	21,1	-4,3	682,3
Operationele kosten	-318,4	-163,2	131,7	-17,5	2,7	-628,1
EBITDA	28,3	18,9	6,0	3,6	-1,6	55,2
<i>EBITDA-marge</i>	8,2%	10,4%	4,4%	17,1%		8,1%
Afschrijving en amortisatie	-0,2	-3,7	-0,5	-0,3		-4,8
EBIT	28,1	15,2	5,5	3,3	-1,7	50,4
Interestlasten						-3,0
Belasting						-13,0
Netto Resultaat						34,4

Ruim de helft van de groepsomzet en bijna 56% van het bedrijfsresultaat wordt behaald in het segment *Specerijen en Noten*, alwaar de werkmaatschappijen Catz International, King Nuts en Raaphorst en Tovano over solide marktposities beschikken. Vanouds levert handelshuis Catz International uit Rotterdam de grootste bijdrage aan het groepsresultaat. De onderneming is wereldwijd in meer dan 80 landen actief en is een grote speler op het gebied van de handel in en verwerking van specerijen als peper, nootmuskaat en vanille, maar evenzeer in gedroogde groenten, kokosproducten en noten. Catz beschikt over een trouwe klantenkring en bouwt gestaag voort op een uitstekende reputatie in de voedingsmiddelenindustrie. De handel en distributie van noten kan de laatste jaren worden beschouwd als een belangrijke motor van de groei voor Acom, want de consumptie van de verschillende notensoorten (cashew, pecan, macedamia, etc.) neemt internationaal sterk toe. Ook King Nuts en Raaphorst (tevens actief in rijstcrackers) en Tovano ('Toon van Noord') zijn belangrijke spelers op de (inter)nationale notenmarkt. Met de overname van Delinuts (circa € 70 miljoen omzet op jaarbasis) heeft Acom haar positie in dit segment in H1 2017 verder versterkt. De grote wens van het Acom-bestuur is om een 'Catz-achtige' onderneming in de Verenigde Staten te ontwikkelen, zodat het succesvolle track record van de Rotterdamse onderneming ook op wereldschaal kan worden geëxploiteerd. Acom bekleedt ook een toonaangevende positie in de internationale markt van *Eetbare Zaden* met werkmaatschappijen Red River Commodities, Red River-Van Eck en SIGCO Warenhandel uit Hamburg. De activiteiten in dit segment kunnen worden uitgesplitst in Wild Bird Food in de Verenigde Staten, een typisch seizoenproduct, het afgeleide product SunButter dat met een jaaromzet van inmiddels \$ 26 miljoen een stormachtige ontwikkeling doormaakt, de verwerking van zaden voor de snackindustrie (SunGold) alsmede de export van eetbare zaden naar onder andere Zuid-Europa, Egypte en Turkije. Acom behaalt, sinds de overname van deze activiteiten in 2010, goede resultaten met dit onderdeel, zij het dat bij de SunGold- en exportactiviteiten nog ruimschoots verbeteringspotentieel aanwezig is. In *Thee* beschikt Acom met Van Rees Group over de grootste onafhankelijke handelaar ter wereld. De resultaten vertonen door de jaren heen een wat grillig verloop, terwijl ook de winstmarges beneden het groepsgemiddelde liggen. Acom poogt door het aanbieden van

hogere kwaliteit theeproducten de winstgevendheid van dit onderdeel te vergroten. De kleinste activiteit, *Voedsel ingrediënten*, behaalt de hoogste marges binnen de groep. Feitelijk is hier sprake van voedseltechnologie, waar Acomo vanuit Ruddervoorde in België de klantenkring bedient. Het ligt in de verwachting dat Acomo deze activiteit geleidelijk uitbouwt, met de beperking dat acquisities in dit segment zowel klein in aantal als hoog in overnameprijs zijn. De komende periode zal de aandacht van het Acomo-management liggen bij het gelijkschakelen van de automatisering en het stroomlijnen van de tax planning. Hier zijn duidelijk voordelen op groepsniveau te behalen. Los van acquisities moet een jaarlijkse autonome groei van 3 tot 5% haalbaar zijn. Op korte termijn speelt de zwakke US dollar Acomo parten. Vandaar dat wij onze winstprognose vorige maand reeds neerwaarts aanpasten naar € 1,43 van aanvankelijk € 1,55, een gelijk resultaat als in 2016. Tegen de huidige beurskoers van € 24,80 wordt 17,3x de getaxeerde winst voor de aandelen Acomo betaald en bedraagt het dividendrendement 4,6%. Deze waardering sluit goed aan bij de doelstelling van Add Value Fund om een gemiddeld jaarlijks totaalrendement van tenminste 10% te realiseren. Een verhoudingsgewijs hoog dividendrendement brengt met een gemiddelde jaarlijkse *single digit* waardegroei het gewenste beleggingsresultaat.

Funderingsspecialist **Sif Group** rapporteerde halfjaarcijfers die achterbleven bij de marktverwachting. De contributiemarge steeg weliswaar met 14,1% van € 65,2 miljoen naar € 74,4 miljoen, maar het EBITDA-resultaat, gecorrigeerd voor de kosten van de IPO in 2016, daalde met 8,7% van € 36,9 miljoen naar € 33,7 miljoen. Deze teruggang was het gevolg van hoger dan verwachte kosten bij de inwerkingstelling van de nieuwe productiecapaciteit op de Maasvlakte 2. Bovendien lag de productiviteit door de opstartproblematiek evenmin op het gewenste niveau. In H1 2016 was juist sprake van uitstekende projectresultaten. Ook voor H2 2017 voorziet het management nog een negatief effect uit hoofde van deze opstartkosten. Naar verwachting zal dit effect ongeveer half zo groot zijn in de jaar-op-jaarvergelijking (H2 2017 vs H2 2016) dan in de eerste jaarhelft (H1 2017 vs H1 2016). Het orderboek en de pijplijn met potentieel nieuwe orders zijn de belangrijkste indicatoren voor het toekomstig perspectief van Sif. De projecten Albatros en Borkum II hebben zorggedragen voor een capaciteitsbezetting van 109 kiloton voor 2018. Echter, andere projecten, zoals St Nazaire en Courseulles in Frankrijk en Fryslân in Nederland, die voor 2018 op het programma stonden, zijn doorgeschoven naar 2019 voornamelijk vanwege milieuaspecten. Weer andere projecten, zoals Borssele in Nederland, zijn om andere redenen voorlopig uitgesteld. Omdat Sif naar verwachting de productiecapaciteit per eind 2017 heeft opgeschaald naar 300 kiloton, dreigt voor 2018 enige onderbezetting als gevolg van de doorgeschoven orders. Daarentegen lijkt het middellange termijnperspectief voor Sif Group onaangetast. Immers, de pijplijn voor de jaren 2019 – 2023 is zeer goed gevuld met projecten omdat de offshore windindustrie wereldwijd kan rekenen op een groeiende belangstelling. In concreto betekent dit dat wij onze taxatie van de winst per aandeel 2017 en 2018 neerwaarts aanpassen naar respectievelijk € 1,40 (voorheen: € 1,65) en € 1,00 (was: € 1,35). Voor 2019 gloort echter een fraai perspectief naar € 2,00 per aandeel, omdat over anderhalf jaar de aanloopproblemen van Maasvlakte 2 onder controle zullen zijn. De beurskoers van Sif Group verloor ruim 20%, van € 20,30 naar € 15,55, in de dagen na bekendmaking van de halfjaarcijfers. In het licht van het ongewijzigde verdienpotentieel en de groeiperspectieven van de offshore windindustrie op middellange termijn hebben wij de positie in Sif Group uitgebreid.

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde tegenvallende cijfers over het tweede kwartaal 2017. Net als in Q1 2017 daalde de omzet met 18% van € 231,2 miljoen naar € 188,9 miljoen, terwijl de EBIT met € 1,2 miljoen negatief onder de rode streep uitkwam (Q2 2016: + € 7,5 miljoen). Over H1 2017 bedroeg de EBIT € 4,6 miljoen tegen € 16,6 miljoen in H2 2016, een daling van 73% op een met 18% gedaalde omzet van € 385,3 miljoen (H1 2016: € 469,6 miljoen). De omzetzakking in de divisie *Brunel Global Business* (voorheen: Brunel Energy) van € 119,8 miljoen naar € 81,1 miljoen (-32%) kwam niet als een verrassing. In de loop van Q2 2017 werden enkele grote projecten in Australië en Zuidoost-Azië afgerond, waar tegenover onvoldoende compensatie stond van nieuwe opdrachten in de regio Amerika, het Midden Oosten en Rusland. Brunel lijdt onder de malaise in de olie- en gasmarkt en is doende het activiteitengamma te verbreden. Over H1 2017 daalde de EBIT van de Global Business-unit naar een verlies van € 3,9 miljoen tegen een positief resultaat van € 2,3 miljoen in H1 2016. De divisie *Brunel Germany* werd geconfronteerd met de negatieve impact van de introductie van een nieuwe arbeidswet. Hiervoor moest een nieuwe overeenkomst met de vakbond worden afgesloten. Gedurende het onderhandelingstraject werd Brunel door enkele klanten uitgesloten van

opdrachten, waardoor de omzet in Q2 nadelig werd beïnvloed. Uiteindelijk bedroeg de omzetzdaling 2% ten opzichte van Q2 2016, te weten € 52,0 miljoen tegen € 52,9 miljoen. Over de eerste helft van 2017 bedroeg de omzetzijging bij Brunel Duitsland 6% (€ 108,3 miljoen vs € 102,5 miljoen). De EBIT kwam in het eerste halfjaar 11% lager uit op € 10,1 miljoen (H1 2016: € 11,3 miljoen). Per eind juli heeft Brunel Duitsland een nieuwe overeenkomst met de vakbond afgesloten die volgens het management een stevig competitief voordeel met zich meebrengt. In de divisie *Brunel Nederland* werden 10% minder freelancers ingezet bij klanten, waartegenover de inzet van eigen medewerkers met 5% toenam. Dit resulteerde in een omzetzdaling van 5% in Q2 2017 tot € 46,6 miljoen (Q2 2016: € 49,2 miljoen). Op halfjaarbasis kwam de omzetzdaling uit op 6%, van € 100,9 miljoen naar € 94,5 miljoen. De EBIT daalde over deze periode met 59% van € 7,7 miljoen naar € 3,2 miljoen. De belastingdruk lag in H1 2017 op een hoge 75,6% als gevolg van seizoensinvloeden en het verlies in de Global Business divisie. Voor het gehele jaar wordt een aanzienlijk lagere belastingdruk voorzien. In een commentaar op de cijfers stelde CEO Jan Arie van Barneveld dat Brunel naar zijn mening het laagste punt van de cyclus in Q2 2017 ('en eerder dan verwacht') heeft bereikt. Voor geheel 2017 verwacht Van Barneveld een EBIT-resultaat van tenminste € 15 miljoen. Vanaf Q3 2017 zal de Nederlandse divisie weer groei gaan vertonen, zal in Duitsland de groei zich voortzetten en moet voor de Global Business-divisie worden uitgegaan van een nulgroei. Brunel International beschikte per eind 2017 over een kaspositie van € 127 miljoen, ofwel ruim 20% van de huidige beurswaarde. Tegen een beurskoers van € 11,- wordt thans ruim 27x de getaxeerde winst 2018 van € 0,40 per aandeel voor de aandelen Brunel International betaald. Deze taxatie is exclusief een mogelijk omzet- en winstherstel in de divisie Global Business.

Wetenschappelijke uitgeverij **Koninklijke Brill** maakte melding van een tevredenstellend verlopen eerste helft van het boekjaar 2017. De omzet nam met 11% toe van € 14,4 miljoen naar € 16,0 miljoen, waarvan 2,2%-punt een autonoom karakter had. De acquisitie van de Duitse uitgeverij Schöningh & Fink voegde 9,0%-punt toe. Voor geheel 2017 voorziet het management een gecombineerde omzettoename van meer dan 10% inclusief een autonome omzetgroei van 2 à 3%-punt en enige verbetering van de EBITDA-marge. Overigens daalde de EBITDA in H1 2017 van € 1,7 miljoen naar € 1,1 miljoen door bedrijfs- en acquisitie-gerelateerde kosten, eenmalige royaltykosten, het typische seizoen patroon van de business van Schöningh & Fink (omzet en winst vooral in het tweede halfjaar) en voor de uitbouw van de commerciële organisatie. Het verdienmodel van Brill tendeerde in H1 2017 verder in de richting van digitaal, abonnements-gedreven en dus een groter aandeel wederkerende inkomsten. Niettemin blijft voor het jaarresultaat de eindejaar verkopen in december van cruciale betekenis. Wij verlagen onze winsttaxatie 2017 van € 1,70 naar € 1,60 per aandeel (2016: € 1,49), maar handhaven onze 2018-taxatie op € 1,85. Tegen de huidige beurskoers van € 35,40 wordt 19,1x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Koninklijke Brill betaald. Het dividendrendement bedraagt alsdan ruim 4,5%.

Tankopslagbedrijf **Koninklijke Vopak** rapporteerde halfjaarcijfers die achterbleven bij de marktverwachting. Dit was met name het gevolg van een daling van de gemiddelde bezettingsgraad van de tanks vanaf het zeer hoge niveau van H1 2016 van 94% naar 91% in de eerste helft van 2017. Dit resulteerde in een 28% lager EBIT-resultaat van de Nederland-divisie van € 69 miljoen (H1 2016: 96 miljoen), welke teruggang overigens nog werd versterkt door hogere kosten, onder meer ten behoeve van IT-investeringen. In EMEA (Europa, Middle East, Afrika) daalde de EBIT met 23% van € 43 miljoen naar € 33 miljoen, welke daling deels werd verklaard uit de vorig jaar verkochte terminals in het Verenigd Koninkrijk. Azië leverde 4% in met een EBIT van € 113 miljoen (H1 2016: € 117 miljoen), terwijl de Americas een 11% stijging lieten noteren van € 40 miljoen naar € 45 miljoen. Per saldo daalde de EBIT met 11% van € 291 miljoen naar € 258 miljoen en de winst per aandeel van € 1,36 naar € 1,18. Het management meldde dat het interne efficiencyprogramma, dat er op gericht is om in 2019 het kostenniveau met tenminste € 25 miljoen te verlagen, goed op koers ligt. Voor geheel 2017 voorziet Vopak een gemiddelde bezettingsgraad van de tanks van 90% (FY 2016: 93%). Daarnaast wordt een EBITDA-resultaat getaxeerd dat circa 5-10% onder dat van 2016 (€ 822 miljoen) zal uitkomen. Deze daling is het gevolg van de lagere bezettingsgraad, additionele kosten voor investeringen in groei en technologie, de gemiste winstbijdrage van de vorig jaar verkochte terminals in het Verenigd Koninkrijk, alsmede de per saldo negatieve invloed van de koersen van vreemde valuta's. Het management stelt op schema te liggen met de huidige investeringsprojecten die 3,2 miljoen cbm aan de capaciteit gaan toevoegen en waarvoor grotendeels commerciële

opslagcontracten zijn getekend. Een en ander impliceert dat Vopak in staat zal zijn gedurende de planperiode 2017 – 2019 een gemiddelde Cash Flow Return on Gross Assets after taks (CFROGA) van 9 – 11% op de totale portfolio te realiseren, gesteund door een solide operationele cashflow generatie, een sterke balans en voldoende financiële flexibiliteit. Het zwakke winstmomentum op korte termijn heeft echter geleid tot een povere koersperformance van het aandeel Koninklijke Vopak in de verslagmaand. Per saldo werd een koersverlies van 9% geleden van € 41,- naar € 35,70. Omdat wij menen dat vanaf 2019 een omkeer van het winstmomentum aannemelijk is, handhaven wij onze kleine positie in Vopak in de portefeuille.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	14,1%
ASM International	12,5%
TKH Group	9,9%
Flow Traders	9,6%
Nedap	9,4%
BE Semiconductor Industries	8,6%
Kendrion	7,1%
Neways Electronics International	6,1%
Acomo	4,7%
Aalberts Industries	4,3%
Overige 6 participaties	13,7%
Liquiditeiten en overige	0,0%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De halfjaarcijfers van de zestien deelnemingen in de portefeuille bleven gemiddeld achter bij onze verwachtingen. Voor een belangrijk deel was dit vanwege extra investeringen en kosten (productiecapaciteit, R&D, IT, personeel en grondstoffen) om de aantrekkende groei te faciliteren. Daarnaast was de vergelijkingsbasis met een vrij sterk tweede kwartaal 2016 en eerste kwartaal 2017 eveneens een complicerende factor. Tevens daalde de US dollar aanzienlijk met 7% in het tweede kwartaal ten opzichte van de euro wat ten kosten ging van de bedrijfswinsten.

Het middellange termijnperspectief van de portefeuille is naar onze mening evenwel onveranderd positief. Wel voorzien wij in de tweede helft van dit jaar enige margedruk ontstaan uit hoofde van de sterk in waarde gestegen euro ten opzichte van de US dollar en het Britse pond. Daartegenover staat dat de ondernemingen in de portefeuille door de verhoogde investeringen van de afgelopen periode een versterkte basis voor winstgroei in 2018 en 2019 hebben gelegd.

Per eind augustus noteerde de portefeuille tegen een K/W-verhouding van 14,5x de getaxeerde gewogen winst 2018 en bedroeg het hiervan afgeleide getaxeerde gewogen bruto dividendrendement 4,2%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 4 september 2017

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen