

## MAANDBERICHT OVER MEI 2017

### Inleiding

In mei vervolgde de Nederlandse aandelenmarkt de gestage opwaartse trend van de voorgaande maanden. De AEX-Index steeg 1,5% naar 524,06, de Amsterdam Midkap Index klom 3,1% naar 798,18 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 2,8% toe op 993,58.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in mei fractioneel van € 53,88 naar € 53,87. Gecorrigeerd voor het in de verslagmaand uitgekeerde contante dividend van € 0,80 per aandeel was er een stijging van 1,5%. Over de eerste vijf maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +22,8%. Het fondsvermogen per 1 juni 2017 bedroeg € 107,8 miljoen, waarvan een bedrag van € 102,7 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 4,8% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 54,13
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 53,87
Fondsvermogen	€ 107.796.784
Aantal uitstaande aandelen	2.001.220

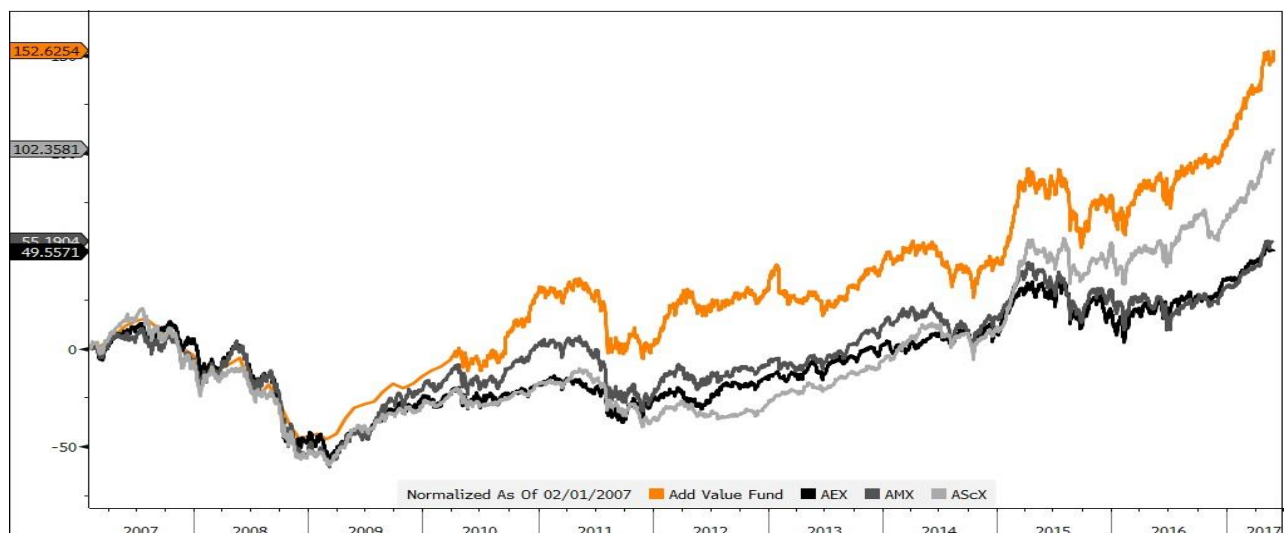
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	Cum.
<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>+22,83</b>	<b>+152,62</b>
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+10,65	+49,56
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+18,20	+55,19
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+22,02	+102,36

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/5/2017

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/5/2017)

Peildatum: 31/5/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+87,9	+52,1	+32,0	-0,7
2.	Neways Electronics Int.	+81,3	+40,9	+20,6	-3,8
3.	Hunter Douglas	+81,2	+51,1	+27,1	+7,7
4.	Accell Group	+58,1	+48,8	+36,1	-6,7
5.	ASM International	+52,2	+37,7	+15,1	-0,1
6.	Kendrion	+41,3	+29,6	+26,6	+5,8
7.	Nedap	+33,1	+25,7	+5,9	+3,1
8.	Koninklijke Brill	+31,7	+33,8	+19,6	+5,2
9.	TKH Group	+28,1	+27,8	+16,0	+5,8
10.	Sif Group	+15,9	+25,0	-18,6	-6,9
11.	Acomo	+14,8	+38,1	+17,9	+3,1
12.	Aalberts Industries	+13,5	+25,2	+10,6	-1,2
13.	Lucas Bols	+13,1	+11,0	+10,4	+10,6
14.	Koninklijke Vopak	-13,9	-8,6	+1,0	-2,7
15.	Flow Traders	-15,3	-12,3	-19,8	-7,4
16.	Brunel International	-22,1	-1,2	-8,7	-12,0

- 1) In mei realiseerden 7 van de 16 participaties (= 44%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 16 participaties (= 81%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **Lucas Bols** en **Hunter Douglas** bovengemiddeld in de portefeuille. De beurskoers van Lucas Bols maakte in mei een inhaalbeweging na een vlakke koersperformance in de eerste vier maanden van het jaar. Op 8 juni a.s. publiceert de onderneming de jaarcijfers over het gebroken boekjaar 2016/17. Hunter Douglas rapporteerde fraaie cijfers over Q1 2017 en meldde de grootste overname in haar geschiedenis.
- 3) **Brunel International** en **Flow Traders** waren *underperformers* in de portefeuille. De beurskoers van Brunel lag onder druk door de dalende olieprijs. De lage volatiliteit op de beurzen zorgde voor aanhoudende koersdruk bij Flow Traders.

Mutaties in de portefeuille

In mei hebben wij de belangen in **Flow Traders** en **Sif Group** uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

**Hunter Douglas**, wereldmarktleider op het gebied van raambekleding en een toonaangevend producent en distributeur van architectonische producten, maakte de overname van Hillarys, een toonaangevende fabrikant en retailer in raambekleding, gordijnen en tapijten, gevestigd in Nottingham (UK), bekend. Hillarys is de belangrijkste concurrent van Hunter Douglas in het Verenigd Koninkrijk.

Met een overnameprijs van £ 300 miljoen is deze acquisitie de grootste in de geschiedenis van Hunter Douglas. In 2016 boekte Hillarys een omzet van £ 185 miljoen en waren circa 1.350 medewerkers in dienst bij de onderneming. Hunter Douglas betaalt daarmee ruim 1,6x de omzet voor de Britse onderneming, een aanzienlijk hogere prijs dan vorig jaar werd betaald voor Levolor & Kirsch (US\$ 270 miljoen bij een omzet 2015 van US\$ 302 miljoen = 0,9x de omzet, 2.600 medewerkers). Er is dan ook een groot verschil in winstgevendheid tussen beide acquisities. Hunter Douglas trekt twee jaar uit om de winstgevendheid van Levolor & Kirsch (L&K) naar een bevredigend niveau te brengen. Binnen het conglomeraat Newell Rubbermaid, de vorige eigenaar van L&K, was jarenlang te weinig geïnvesteerd in de organisatie en derhalve sprake van achterstallig onderhoud. Daarentegen oogt Hillarys als een soepel lopende (winst)machine.

Over het boekjaar 2013/14, eindigend 30 september 2014, boekte Hillarys een omzet van £ 119,5 miljoen en een winst voor belasting van £16,6 miljoen, een netto winst marge van 13,9%. De dubbelcijferige netto winst marge van Hillarys ligt veel hoger dan het groepsgemiddelde van Hunter Douglas. Het unieke bedrijfs- en verdienmodel van Hillarys bestaat uit een combinatie van een in-home-sales- en installatieservice, directe verkoop aan de vakhandel via de eigen merken Arena en Custom West en directe verkoop aan de consument via e-commerce merk Web-Blinds.

Een staf van meer dan 1.000 interieuradviseurs, die voor eigen rekening en risico werken, legt direct contact met het klantennetwerk en ziet toe op een eersteklas installatie en afwerking van de geleverde producten. Ervan uitgaande dat in de periode 2014 – 2016 geen acquisities hebben plaatsgevonden, bedroeg de gemiddelde jaarlijkse autonome omzetgroei in deze periode bijna 25%. De verwachting is dat Hillarys dit jaar de £ 200 miljoen omzetgrens zal doorbreken. Behalve strategisch zijn er aanzienlijke synergievoordelen te behalen, wij schatten die in op minimaal £ 10 miljoen.

Na de overname zal het management van Hillarys aanblijven en de onderneming een status aparte binnen de Hunter Douglas Group verkrijgen. Hunter Douglas neemt Hillarys over van private equity investeerder Ares Capital Corporation. De overname zal deels worden gefinancierd uit de verkoop van de Investment Portfolio die eind maart nog een omvang van \$ 128 miljoen had.

Wij juichen deze transactie toe: het verwachte rendement van Hillarys is beduidend hoger dan het groepsgemiddelde en het gerealiseerde rendement op de Investment Portfolio – in boekjaar 2015 werd \$ 5 miljoen verloren op deze portfolio en vorig jaar werd een schamele € 1 miljoen verdiend. Begin mei rapporteerde Hunter Douglas de cijfers over het eerste kwartaal 2017. De omzet steeg met 19% van \$ 591,1 miljoen in Q1 2016 naar \$ 703,7 miljoen. De EBITDA kwam over deze periode 24,4% hoger uit op \$ 65,8 miljoen (Q1 \$ 52,9 miljoen). De winst voor belasting bedroeg \$ 41,8 miljoen (Q1 2016: \$ 24,6 miljoen). De hogere omzet en resultaten werden gedragen door de gunstige volumeontwikkeling in de twee thuismarkten Noord-Amerika (52% van de groepsomzet) en EMEA (Europa, Midden-Oosten, Afrika, 33% van de groepsomzet) van elk +6%. De omzet- en winstbijdrage van L&K en Blinds2go (beide overgenomen in 2016) versterkte het groeimomentum.

Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2017 van Hunter Douglas van € 7,00 naar € 7,25, een stijging van 37% ten opzichte van 2016 (€ 5,29). De overname van Hillarys zal naar verwachting begin augustus worden afgerond, zodat onze winstprognose wellicht te conservatief is. Tegen de huidige beurskoers van € 80,- wordt aldus 11,0x de verwachte winst 2017 voor de aandelen Hunter Douglas betaald en komt het dividendrendement op 3,0% uitgaande van een onveranderde pay-out ratio van 33%. Ondanks het feit dat de beurskoers van Hunter Douglas de afgelopen twaalf maanden bijna 90% is gestegen, menen wij dat de waardering van het aandeel nog altijd veel te laag is. Een genormaliseerde koers/winst verhouding van 15x zou tot een doelkoers van € 108,75 leiden, waarmee het opwaarts koerspotentieel op circa 36% kan worden berekend.

Wij waren aanwezig op de jaarvergadering van **ASM International**, machineproducent voor de halfgeleiderindustrie. CEO Chuck del Padro bevestigde in zijn presentatie dat ASMI na een omzetzakking in 2016, afstevent op een duidelijke dubbelcijferige groei in haar kernmarkt: de *single wafer ALD markt*. Ook voor de langere termijn, de periode 2020-2021, wordt een sterke groei voorzien naar een omvang van circa US\$ 1,5 miljard. Del Padro stelde voorts dat het investeringsklimaat in de machinemarkt voor halfgeleiderproductie vanaf het laatste kwartaal van 2016 merkbaar is verbeterd, hetgeen ook resulteerde in een record hoge orderingang in het eerste kwartaal 2017 die met name werd ingegeven door een stijgende bijdrage van het 3D NAND segment. De resultaten van Q1 2017 leidden per saldo tot een stabiele netto kaspositie per ultimo maart 2017 van € 378,9 miljoen (eind 2016: € 378,2 miljoen).

Gezien deze comfortabele positie kondigde het management eind maart een verhoging van het aandeleninkoopprogramma aan van € 50 miljoen naar € 100 miljoen. Per 26 mei jl. was 62,2% van dit inkoopprogramma uitgevoerd tegen een gemiddelde beurskoers van € 49,14 per aandeel.

Het management mikt op een omzet van € 180 – 200 miljoen in Q2 2017 (Q2 2016: € 138,7 miljoen), waarbij gelijke valutakoersen worden verondersteld. Daarbij voorspelt ASMI een onveranderd solide orderingang van € 190 – 210 miljoen in Q2 2017 (Q2 2016: € 159,1 miljoen).

Op 24 april jl. heeft ASMI haar belang in ASM PT met 5% verkleind door verkoop van 20 miljoen aandelen via een *partial secondary share placement* tegen een beurskoers van HK\$ 105,- per aandeel, waarvoor een tegenwaarde van

circa € 248 miljoen werd ontvangen. Ook dit bedrag zal worden aangewend voor een nieuw aandeleninkoopprogramma. ASMI houdt na deze verkoop een belang van circa 34% in ASM PT, hetgeen door het management als 'strategisch wenselijk' wordt gekwalificeerd. Deze mening wordt niet gedeeld door grootaandeelhouder Eminence Capital (9,6% deelneming in ASM International) die voorstander is van een volledige verkoop van het belang in ASM PT en die bij voorkeur een extra dividenduitkering had gezien uit de opbrengst van de verkoop van het 5%-pakket. Eminence Capital lichtte haar stellingname op de vergadering nader toe. Volgens oprichter en fondsbeheerder Ricky Sandler heeft de verkoop van het ASM PT-belang drie voordelen: (1) de inkoop van eigen aandelen door ASMI heeft niet langer het nadeel van impliciete terugkoop van (een deel van) de ASM PT-stake (2) het M&A-beleid van ASMI wordt niet langer belemmerd door de te lage beurswaardering van het aandeel (de som-der-delen van ASMI bedraagt momenteel ruim € 65,- bij een beurskoers van € 55,60) (3) de beschikbare overliquiditeit kan worden aangewend om de aandeelhouderswaarde van ASMI te versterken. Ook wij zijn van mening dat de huidige wijze van kapitaal allocatie van ASMI verre van optimaal is. Met een liquide positie van ruim € 620 miljoen (liquiditeit per eind maart + opbrengst verkoop 5%-belang ASM PT) houdt ASMI een extreem hoge liquiditeit aan. Omdat een extra aandeleninkoopprogramma is gehouden aan de interne regel dat niet meer dan maximaal 20% van het dagvolume mag worden ingekocht, is duidelijk dat door alleen langs deze route de overtollige liquiditeit door te sluisen naar aandeelhouders, de terugkoop een tijdspanne van vele jaren zal vergen. Vandaar dat wij op de jaarvergadering de optie van een interim dividend, bij voorkeur in de vorm van een belastingvrije agiobonus, hebben voorgesteld. Een dergelijk dividend zou bijvoorbeeld na de publicatie van de halfjaarcijfers, op dinsdag 25 juli a.s., kunnen worden uitgekeerd.

De som-der-delen van ASMI bedraagt momenteel circa € 65,30 per aandeel, zodat de huidige beurskoers van € 55,50 op een onderwaardering van bijna 15% duidt.

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

ETP-liquiditeitsverschaffer **Flow Traders** rapporteerde zoals verwacht matige cijfers over het eerste kwartaal 2017. De extreem lage volatiliteit op de financiële markten zorgde voor uitdagende handelsomstandigheden. De Net Trading Income (NTI) bedroeg € 48,3 miljoen, een daling van 25% in vergelijking met het eerste kwartaal 2016, een periode met juist een gemiddeld hoge volatiliteit. De EBITDA-marge kwam uit op 38% (Q1 2016: 50%). De ETP Value Traded steeg in EMEA (Europa) met 10% van € 96,5 miljard naar € 106,2 miljard en in de Americas met 35% van € 46,7 miljard naar € 63,2 miljard. In APAC (Azië) was er een daling van € 10,2 miljard naar € 5,4 miljard (-41%). In EMEA en de Americas steeg het marktaandeel van Flow Traders verder, terwijl dit iets terugliep in Azië. Gezien de moeilijke marktomstandigheden betoonde het management zich tevreden met de behaalde resultaten. Over het eerste kwartaal van 2017 bedroeg de winst per aandeel € 0,29 (Q1 2016: € 0,50). Ondanks de zwakke start van het jaar handhaven wij onze winsttaxatie voor geheel 2017 op € 2,55 (2016: € 1,98). Deze prognose 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, gebruiken wij de actuele zwakke koersperformance om ons belang geleidelijk te vergroten. Tegen de huidige beurskoers van € 26,20 wordt 10,3x de getaxeerde winst betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 5,8%.

Technologiebedrijf **TKH Group** publiceerde een sterke trading update over het eerste kwartaal 2017. De autonome omzetgroei bedroeg deze periode 10,9%. Inclusief het effect van grondstofprijzen, valuta en acquisities kwam de totale omzetstijging op 13,5%. Bij een omzet van € 359,7 miljoen (Q1 2016: € 316,9 miljoen), kwam de EBITA uit op € 39,3 miljoen, een stijging van 26,1% in vergelijking met Q1 2016 (€ 31,2 miljoen). Volgens CEO Alexander van der Lof werd de gezonde autonome omzetgroei vooral gedragen door de groei in de door TKH Group gedefinieerde zeven verticale groeimarkten. Binnen *Building Solutions* droegen met name de verticale groeimarkten Machine Vision en Marine & Offshore bij aan de gerealiseerde stijging van omzet en resultaat. TKH profiteerde hierbij van de toename van investeringen binnen de consumentenelektronicamarkt op het gebied van geavanceerde visietechnologie, mede

dankzij de investeringen in de eigen R&D en de internationale marktpositionering. Ook de verticale groeimarkt Fibre Optic Networks liet een gezonde groei zien. Daarnaast geeft de verdere toename in de orderintake (nieuw record) binnen de bandenbouwindustrie, als gevolg van herstel vanuit China in combinatie met een toename van TKH's marktaandeel binnen de Top 5 bandenbouwers, vertrouwen in de toekomst.

TKH Group rapporteerde over Q1 2017 een nettowinst van € 24,8 miljoen, een stijging van 27,2% in vergelijking met Q1 2016 toen € 19,5 miljoen werd verdiend. Deze cijfers zijn aanzienlijk beter dan mocht worden verwacht op basis van eerdere uitspraken van de onderneming. De terugkeer van de groei in omzet en resultaten die zich in het vierde kwartaal van 2016 voor het eerst manifesteerde, heeft zich in Q1 2017 versterkt voortgezet. De belangrijkste oorzaak blijkt tweeledig te zijn: (1) de doorbraak van 3D-inspectiesystemen voor de glazen behuizing van smartphone-apparaten. Op deze groeimarkt heeft TKH-dochter Allied Vision een voorsprong genomen ten opzichte van de concurrentie. (2) de terugkeer van de groei in de markt van bandenbouwmachines langs twee lijnen: (A) de Top-5 bandenbouwers (Michelin, Pirelli, Goodyear, Continental en Bridgestone) hebben hun gezamenlijk marktaandeel op de wereldmarkt van autobanden de afgelopen jaren zien dalen van 65-70% naar iets boven 50%.

De doelstelling van deze Top-5 is een terugkeer naar het vroegere, hogere marktaandeel waarbij de technologie van TKH-dochter VMI als onmisbaar wordt beschouwd. Deze ontwikkeling impliceert dat de komende jaren het omzetaandeel van de Top-5 in de orderingang van VMI zal gaan stijgen van circa 20-25% naar tenminste 50%. (B) herstel van de vraag uit China. De omzet van bandenbouwmachines piekte bij VMI in 2014 op een niveau van € 338 miljoen (2012: € 175 miljoen) om in 2015 en 2016 terug te vallen naar respectievelijk € 291 miljoen en € 259 miljoen. De oorzaak van dit grillige patroon is de sterk wisselende investeringsvraag vanuit China. In topjaar 2014 kwam meer dan 70% van de omzet vanuit China, tegen vorig jaar minder dan 10%. De piek in investeringen in 2014 leidde in 2015 in China tot een gemiddelde bezettingsgraad van de machines van minder dan 50%. Na twee jaar van lage investeringen ligt de landelijke bezettingsgraad inmiddels weer boven 80% en trekken de investeringen weer aan.

Op basis van de huidige pijlpijn lijkt tenminste 30% van de orderintake in 2017 Chinese opdrachten te betreffen. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2017 in bescheiden mate van € 2,55 naar € 2,60 (2016: € 2,25). Hierbij past de aantekening dat de resultaten in het lopende boekjaar nog worden gedrukt door aanloopinvesteringen in de nieuwe fabriek voor subseakabelsystemen evenals de vliegveldverlichtingssystemen en daarmee samenhangende CEDD-technologie. In Q2 2017 start de seriematige productie van subseakabels, terwijl de uitrol van de CEDD-technologie staat gepland voor 2018. In deze context is de trendmatige groei van de R&D-uitgaven (als percentage van de omzet) illustratief voor de TKH-strategie. In 2010 werd € 10 miljoen aan R&D-uitgaven gedaan (1,5% van de groepsomzet), terwijl in 2016 dit bedrag was verviervoudigd(!) en 3,5% van de groepsomzet uitmaakte.

Naar verwachting zal vanaf 2018 zowel het absolute als relatieve R&D-bedrag gaan afnemen, omdat dan de capaciteitsuitbreidingen grotendeels achter de rug zijn. Wij voorzien voor 2018, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, dan ook ruimte voor een verdere stevige winstgroei. Tegen deze achtergrond menen wij dat de huidige waardering van TKH Group bij een beurskoers van € 44,80 – 17,2x de getaxeerde winst 2017 en een getaxeerd dividendrendement van 2,9% – nog ruim voldoende opwaarts potentieel heeft.

Technologiebedrijf **Nedap** is de trotse winnaar van de Intertraffic Parking Solutions Award 2017 voor haar slimme parkeeroplossing in de Turkse stad Izmir. Bij de officiële opening van de Intertraffic beurs in Istanboel ontving het SENSIT-systeem van Nedap de prestigieuze award. In dit project monitort SENSIT de bezetting van individuele parkeerplaatsen in de straten van Izmir. De award is een erkenning voor de vernieuwende oplossingen die Nedap biedt. Als onderdeel van Izmir's omvangrijke Intelligente Transport Systeem (ITS) implementatie, inclusief oplossingen voor het optimaliseren van verkeer en transport, zijn 2.000 parkeerplaatsen uitgerust met Nedaps parkeersysteem SENSIT. Het technologiebedrijf draagt met deze slimme innovatie bij aan de verdere optimalisatie van het verkeersmanagement in Izmir en heeft daarmee direct een positieve impact op de leefbaarheid in deze stad.

Voor 2017 handhaven wij onze Nedap-taxaties van een winst per aandeel van € 2,35 (2016: € 1,77) en een dividend van € 1,76 (pay-out ratio: 75%) tegen € 1,40 over 2016. Deze prognose wordt gedragen door een licht aantrekkelijke groei van de opbrengsten en het geleidelijk zichtbaar worden van de inverdieneffecten van de aanpassing van de supply chain. Tegen de huidige beurskoers van € 39,60 wordt 16,9x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Nedap betaald en komt het dividendrendement op 4,4%.

Wij spraken met CFO John Eijgendaal van industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** en stelden vast dat het vertrouwde bedrijfs- en verdienmodel van de onderneming ook in 2017 naar verwachting tot tevredenstellende resultaten zal leiden. Met uitzondering van de Amerikaanse Building & Installation markt, die als taai en lastig wordt gekenmerkt, laten de meeste divisies van Aalberts de gewenste groei zien. In West-Europa profiteert Aalberts Industries, als typische laat-conjuncturele toeleverancier, nu pas van de aantrekkelijke investeringen in de bouw en kunnen de schaalvoordelen van de organisatie worden verzilverd. Daarbij investeert het management onverminderd in de twee jaar geleden ontvouwde 'Aalberts Linked' strategie die de nadruk legt op eigen kerntechnologieën met groeipotentieel die worden gedragen door een gerichte verkoop- en marketinginspanning. In 2016 resulteerde dit in een autonome omzetgroei van 1,1% en een verdere verbetering van de EBITA-marge van 11,0% in 2015 naar 11,8%.

De Europese hoogconjunctuur in combinatie met de stuwende werking van de groeiende bijdrage van de zogenaamde Key Accounts moet in 2017 leiden tot een autonome omzetgroei van 3 à 5%. Naar verwachting zal de EBITA-marge het streefniveau van tenminste 12,0% moeten kunnen halen, waarmee de vruchten van de Operational Excellence programma's worden geplukt. De invloed van de Key Accounts op de voorziene omzet- en resultatengroei, neemt geleidelijk steeds verder toe. In maart meldde Aalberts in dit kader een langjarige overeenkomst met ASML voor de revolutionaire EUV-technologie en reeds bestaande onderdelenleveranties. Daarnaast zijn er soortgelijke relaties met wereldspelers als Dassault (vliegtuigbouw), GEC, Home Depot en GKN. Dergelijke Key Accounts vergen echter de nodige extra investeringen van Aalberts Industries in zowel productiecapaciteit als in (het aanhouden van strategische) voorraden. Hierdoor zal het werkkapitaal in het lopende boekjaar naar verwachting licht toenemen. Tenslotte is er het positieve effect van de zogenaamde add-on acquisities, waarvan Aalberts er in 2016 een vijftal deed. Het is bemoedigend dat de grote acquisities uit 2014 – Flamco (Climate Control) en Impreglon (Industrial Services) – inmiddels optimaal zijn geïntegreerd. Vooral Flamco presteert naar behoren, waarbij de drie jaar geleden in het vooruitzicht gestelde margedoelstelling van 12% dit jaar naar verwachting wordt gehaald. De Impreglon-organisatie dient nog iets verder te worden gestroomlijnd, waarbij desinvesteringen van enkele fabrieken wordt overwogen.

Al met al voelen wij ons comfortabel met onze winstprognose van € 2,10 per aandeel voor het lopende jaar (2016: € 1,92). De aandelen Aalberts Industries worden tegen de huidige beurskoers van € 36,- daarmee op ruim 17x de getaxeerde winst gewaardeerd terwijl het dividendrendement op 1,8% uitkomt.

**Sif Group**, producent van stalen funderingen voor offshore installaties en windparken, rapporteerde de cijfers over het eerste kwartaal 2017. De contributie (= omzet minus grondstofkosten, kosten van uitbesteed werk, logistieke kosten en overige externe project-gerelateerde kosten) wordt door Sif als een accurate performance indicator beschouwd. Deze contributie steeg in Q1 2017 naar € 37,5 miljoen (Q1 2016: € 30,9 miljoen), een toename van 21%. Sif produceerde 57 kiloton in Q1 2017 tegen 46 kiloton in dezelfde periode van vorig jaar. Dit resulteerde in een contributie van € 662,- per ton (Q1 2016: € 672,-). De EBITDA kwam uit op € 17,6 miljoen, licht hoger dan de € 17,3 miljoen van Q1 2016. Het bruto bedrijfsresultaat per individuele periode kan onderhevig zijn aan heftige schommelingen vanwege het geringe aantal projecten op jaarbasis (15 in 2016) en omdat de uitleverdata juist vóór of na het einde van een rapportagedeadline zijn. In dit kader was Q1 2016 een exceptioneel efficiënt kwartaal met een dienovereenkomstig hoog resultaat. Daarenboven kampte Sif in Q1 2017 met hogere dan geplande onderhoudskosten in Roermond en hoger dan verwachte opstart- en trainingskosten in zowel Roermond als Rotterdam in de eerste twee maanden van het jaar. Sinds maart van dit jaar draait Sif op volle capaciteit en liggen productie en EBITDA-generatie dienovereenkomstig op schema. Voor geheel 2017 wordt een productie van 210 kiloton begroot met een bezettingsgraad die wederom op een hoog niveau ligt. Gedurende dit jaar zal de totale productiecapaciteit geleidelijk worden vergroot van 225 kiloton naar 300 kiloton op jaarbasis, zodra de tweede productielijn op de Maasvlakte 2 operationeel wordt. Naar verwachting zal het bruto bedrijfsresultaat in 2017 niet veel afwijken van de genormaliseerde EBITDA van 2016. Het orderboek voor 2018 stond per einde Q1 2017 op 97 kiloton. De middellange termijnprojecties voor de Europese offshore windindustrie wijzen onveranderd op een solide jaarlijkse groei van meer dan 5% voor de periode 2015 -2025.

Voor 2018 heeft Sif echter nog ruimte voor additionele orders. Omdat er volgend jaar (tijdelijk) minder offshore windparken worden opgeleverd, moet voor 2018 rekening worden gehouden met een eenmalig lager jaarresultaat. Tegen de huidige beurskoers van € 18,30 wordt iets meer dan 10x de getaxeerde winst 2017 van € 1,75 voor de aandelen Sif betaald. Het dividendrendement bedraagt 2,9% uitgaande van een veronderstelde pay-out ratio van 30%.

Wij waren aanwezig op de jaarlijkse vergadering van aandeelhouders van internationaal detacheerder **Brunel International**. CEO Jan Arie van Barneveld ging gedetailleerd in op de ontwikkelingen van 2016. De Energiedivisie, inmiddels omgedoopt tot 'Global Business', gaat door een diep dal, maar volgens Van Barneveld bevindt de divisie zich vlakbij het laagste punt in de cyclus. Er wordt momenteel, exclusief eenmalige lasten, ongeveer break even gedraaid. Naar verwachting zal vanaf Q4 2017 weer een bescheiden positief resultaat kunnen worden gerealiseerd. Brunel heeft de capaciteit aangepast aan de lagere vraag. Enkele kantoren, waaronder Angola, zijn gesloten. In aanpalende sectoren, zoals mijnbouw en de ontmanteling van offshore-installaties, neemt de orderingang geleidelijk toe. Bij Brunel Nederland zorgde de inwerkingstelling van de Wet DBA (Deregulering Beoordeling Arbeidsrelaties) voor een negatief omzeteffect van 10% en een gederfde EBIT van circa € 1,5 miljoen. Brunel heeft zich in de woorden van Van Barneveld principieel opgesteld, waardoor veel zzp'ers ervoor kozen het dienstverband met Brunel te beëindigen. Per saldo resteerde vorig jaar een omzetgroei van 2%, hetgeen toch als teleurstellend moet worden beoordeeld. Met name in het hoog renderende segment Engineering heeft Brunel NL de aansluiting bij de beter presterende concurrentie nog niet gevonden. Veel beter vergaat het Brunel Duitsland, welke divisie inmiddels de tweede positie (na marktleider Ferchau Engineering) in de lokale detacheringmarkt heeft verworven. Van Barneveld verwacht er de komende jaren nog flink te groeien. Er zijn nog veel middelgrote kantoren, met vaak slechts enkele grote klanten, die kwetsbaar zijn in een komende consolidatieronde. Anders dan in voorgaande jaren staat Brunel niet afwijzend tegen de mogelijkheid van een acquisitie. De netto kaspositie van € 149 miljoen per ultimo 2016 biedt op dit punt in elk geval voldoende ruimte.

De onderneming kwam met een summier bericht over het eerste kwartaal 2017. Bij een omzetzak van 18% (van € 238,4 miljoen naar € 196,4 miljoen), kwam de EBIT 37% lager uit op € 5,7 miljoen (Q1 2016: € 9,1 miljoen). In *Global Business* (voorheen: Energy) daalde de omzet met 18% in vergelijking met Q4 2016, maar steeg de brutomarge van 10,9% tot 11,6%. Het operationele kostenniveau daalde in dit segment met 7%. Ofschoon Q1 2017 twee werkdagen méér telde in vergelijking met Q1 2016 was er bij Brunel NL een omzetzak van 14%, voornamelijk door het eerder genoemde DBA-omzeteffect. Brunel Duitsland telde drie extra werkdagen en zag de omzet per werkdag met 8% toenemen. Het management uitte zich in kwalitatieve bewoordingen voor wat betreft de verwachtingen voor het lopende boekjaar. Voor Global Business wordt geen verwachting uitgesproken, gegeven de huidige onzekere status van de markt. Van Brunel NL wordt verwacht dat de groei in H2 2017 weer aantrekt en van Brunel Duitsland wordt een voortzetting van de groei voorzien. Wij vatten een en ander samen in de taxatie van de winst per aandeel 2017 van € 0,40, welke vooral in de tweede helft van het jaar moet materialiseren. Deze prognose komt overeen met het door Brunel over 2016 uitgekeerde contante dividend per aandeel, wat destijds overigens een pay-out ratio van 200% impliceerde, omdat de winst per aandeel 2016 beperkt bleef tot € 0,20. Uitgaande van een voortzetting van de verbetering van de winstgevendheid in 2018 is de huidige beurskoers van € 13,50 niet extreem hoog. Echter, het herstelproces bij Brunel International voltrekt zich trager dan eerder door ons werd aangenomen. Wij handhaven vooralsnog de bescheiden weg van 4% in de portefeuille.

Wij waren aanwezig op de jaarvergadering van wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill**. Het management keek in een uitgebreide presentatie met tevredenheid terug op boekjaar 2016. De organische groei van de omzet lag met ruim 4% hoger dan de interne verwachting. Ter illustratie, de gemiddelde marktgroei in de *Humanities* ligt op circa 1 à 2% per jaar. Het bedrijfsresultaat verbeterde met 18,5% van € 3,8 miljoen naar € 4,5 miljoen, waardoor de brutomarge exclusief eenmalige posten op 15,6% uitkwam. De EBITDA-margedoelelstelling van Brill ligt op 15 - 20%, zodat de onderneming in operationele zin onderin de bandbreedte presteert. Het rendement op geïnvesteerd vermogen (ROIC) steeg van 10,5% naar 12,9%. Ofschoon dit als een mooie stijging mag worden gekwalificeerd, is het absolute cijfer nog alleszins voor verbetering vatbaar. Het management is voornemens de komende jaren langs drie lijnen de vereiste groei te gaan realiseren. (1) Expansie marktpositie: bestaande posities uitbouwen, aangrenzende vakgebieden betreden (zoals via de recent overgenomen uitgeverij Sense, gespecialiseerd in de sociale wetenschappen) en de ontwikkeling van nieuwe product formats (2) Ontwikkeling van de aanwezigheid/zichtbaarheid in de markt: Door uitbreiding van het verkoopteam in de belangrijkste markten (West-Europa en Noord-Amerika) en in enkele specifieke groeimarkten (China, India), door de nadruk op zogenaamde *flagships* (Brill's topproducten) te leggen, alsmede de digitale marketing inspanningen verder te intensiveren (3) Investeren in operationele zaken, zoals content, platforms, applicaties, logistiek en cloud. CFO Olivier de Vlam meldde tijdens de presentatie dat het lokaal POD (Printing on

Demand) produceren in de Verenigde Staten vorig jaar tot een efficiencyverbetering (en kostenverlaging) van € 0,5 miljoen had geleid. Al met al heeft Brill in 2016 op alle gebieden – uitgeven, verkoop, marketing en operationeel – progressie geboekt. Er is dan ook alle aanleiding om de ingezette strategie voort te zetten. Hoewel het management optimistisch is ten aanzien van de ontwikkelingen in het lopende boekjaar, wordt nog geen concrete prognose voor het jaarresultaat gegeven. De start van 2017 is niettemin veelbelovend: uit de kwalitatieve *trading update* over het eerste kwartaal komt naar voren dat de omzet zich over deze periode tevredenstellend ontwikkelde in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar. Behalve een kleine positieve verschuiving in het omzetpatroon in de eerste drie maanden van het jaar was er nog steeds sprake van een gezonde groei in de digitale- en abonnement gebonden uitgaven, met name in e-books en naslagwerken.

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

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

Voor 2017 taxeren wij tentatief een winst per aandeel van € 1,70 (+14%), deels vanwege de te verwachten winstbijdrage van Schöningh & Fink en Sense Publishers. Tegen de huidige beurskoers van € 32,50 wordt daarmee 19,1x de verwachte winst voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en komt het dividendrendement op 4,6%.

#### Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Hunter Douglas	15,2%
ASM International	11,8%
Flow Traders	8,7%
TKH Group	8,5%
Nedap	8,4%
BE Semiconductor Industries	8,0%
Kendrion	6,4%
Acomo	5,1%
Neways Electronics International	5,1%
Aalberts Industries	4,3%
Overige 6 participaties	13,7%
Liquiditeiten en overige	4,8%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

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



Vooruitzichten

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

Wij staan aan de vooravond van de publicatie van de halfjaarcijfers van de ondernemingen uit onze portefeuille. Vanaf medio juli zal duidelijk worden in hoeverre er ruimte is om onze winsttaxaties voor 2017 en volgende jaren opwaarts aan te passen.

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

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

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 5 juni 2017