

## MAANDBERICHT OVER MEI 2018

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt vervolgde in mei de opgaande tendens. De AEX-Index steeg licht met 0,2% naar 552,85, terwijl de Amsterdam Midkap Index met 2,5% steeg naar 788,63 en de Amsterdam SmallCap Index met 1,8% klonk naar 1093,84.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in mei 3,3% van € 56,32 naar € 58,17. Over de eerste vijf maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +6,1%.

Het fondsvermogen per 1 juni 2018 bedroeg € 126,4 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 120,0 miljoen was belegd in 15 participaties. De kaspositie en overige posten maakten per eind mei 5,0% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 juni 2018 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 58,46
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 58,17
Fondsvermogen	€ 126.358.118
Aantal uitstaande aandelen	2.172.234

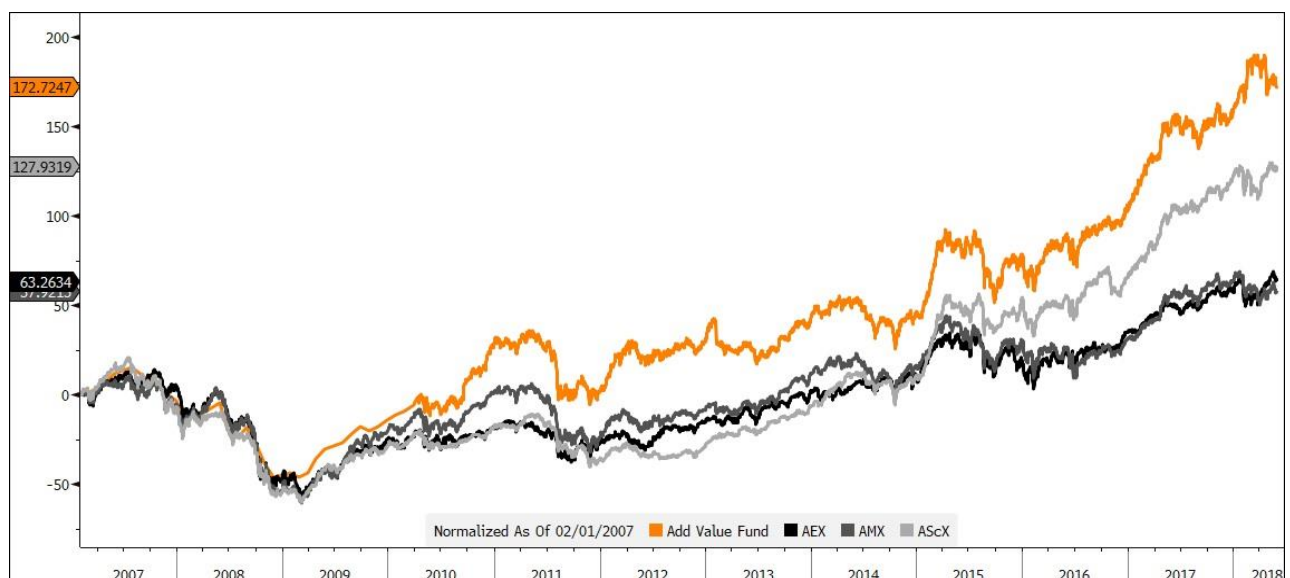
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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>+6,12</b>	<b>+172,72</b>
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+16,52	+3,67	+63,26
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+24,71	-3,55	+57,92
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+34,45	+2,23	+127,93

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/5/2018

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/5/2018)

Peildatum: 31/5/2018

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Flow Traders	+38,8	+97,3	+8,0	+13,3
2.	TKH Group	+28,8	+2,7	+11,1	+9,7
3.	BE Semiconductor Ind.	+20,8	-16,6	-29,2	+0,3
4.	Aalberts Industries	+16,3	-2,4	+1,4	+2,5
5.	Brunel International	+15,6	+6,9	-2,4	+6,6
6.	Nedap	+15,2	+7,8	-14,6	-9,5
7.	Neways Electronics Int.	+8,7	-1,1	-18,2	+0,4
8.	Kendrion	+4,1	-11,8	-1,6	+7,9
9.	Sif Group	-1,5	+10,3	+11,9	-2,8
10.	Koninklijke Brill	-4,6	-7,4	+1,3	-12,4
11.	Lucas Bols	-9,1	-5,0	-3,6	+0,3
12.	ASM International	-9,7	-14,2	-15,4	+0,3
13.	Acomo	-11,7	-4,2	+5,0	+5,4
14.	Hunter Douglas	-18,3	-1,1	-5,8	+3,2
15.	Accell Group	-39,6	-25,0	-14,4	-7,0

- 1) In mei realiseerden 11 van de 15 participaties (= 73%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 8 van de 15 participaties (= 53%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Flow Traders** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze outperformance was het gevolg van de toegenomen volatiliteit op financiële markten, waarvan het verdienmodel van Flow Traders profiteert;
- 3) **Koninklijke Brill** en **Nedap** waren de minst presterende participaties in de portefeuille. Wetenschappelijk uitgever Brill keerde in mei een superdividend uit van € 4,32 per aandeel, terwijl een substantiële verkooporder in aandelen Nedap voor extra koersdruk zorgde.

Bedrijfsnieuws

**ASM International – AvA 2018**

Bedragen in € miljoen	Q1 2018	Q4 2017	%	Q1 2017	%
Omzet	159,0	181,5	-12	156,8	+1
Ontvangen orders	206,5	203,2	+2	204,2	+1
Bruto winstmarge (%)	37,8%	39,6%		43,0%	
Bedrijfsresultaat	11,8	26,0	-55	19,4	-39
Genormaliseerde nettowinst	18,8	36,6	-49	46,2	-59
Winst per aandeel (€)	0,27			0,68	-60

CEO Chuck del Prado gaf een zelfverzekerde presentatie op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van maandag 28 mei jl. De doelstelling van de onderneming, actief in de toelevering van machines aan de halfgeleiderindustrie, is om lange termijn waarde te creëren voor de stakeholders. Dit gebeurt in de eerste plaats door de gestage uitbouw van de marktpositie in de Front-end van de Wafer Fab Equipment markt, waar ASMI zich volledig concentreert op de depositiemarkt die een jaarlijkse omzet van ruim \$ 12 miljard kent.

Via deelneming ASM PT, genoteerd op de beurs van Hongkong, is ASMI indirect ook actief in het back-end deel van de Wafer Fab Equipment markt. De afgelopen jaren werd de deelneming in ASM PT reeds teruggebracht van 51% naar 39%, waarbij de opbrengst van het verkochte aandelenbelang deels werd aangewend om eigen aandelen in te kopen. Deze exercitie voegde waarde toe, omdat de beurswaardering van ASM PT traditioneel veel hoger ligt dan die van ASM International. In 2017 heeft het management de afbouw van het belang in ASM PT versneld door in april 5% te verkopen tegen een opbrengst van € 250 miljoen en in november 9% af te stoten voor een opbrengst van € 445 miljoen. Hierdoor daalde het belang in ASM PT onder de 30%, de kritische limiet waarboven een mogelijke bidder op ASM International tevens een bieding op 100% van ASM PT zou moeten uitbrengen. Het loslaten van deze impliciete *poison pill* leidde kortstondig tot een koersstijging van het aandeel ASM International, maar deze vervloog als sneeuw voor de zon toen de semicon-sector in april wereldwijd een scherpe koerscorrectie doormaakte.

Omdat ASMI eind maart het laatste inkoopprogramma van eigen aandelen van € 250 miljoen afrondde – in de periode 22-9-2017 t/m 29-3-2018 werden 4.353.292 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 57,43 – kon de onderneming niet profiteren van de sterk gedaalde beurskoers van april met additionele aandeleninkopen.

Op de AvA heeft ASMI evenwel toestemming gekregen voor de uitvoering van een nieuw inkoopprogramma van wederom € 250 miljoen, zodat alsnog rond de huidige niveaus zaken kunnen worden gedaan. De huidige beurskoers van € 54,- van ASMI impliceert een 6% lagere waardering dan de gemiddelde aankoopkoers van het vorige inkoopprogramma.

De presentatie van CEO Del Prado bevestigde overigens het beeld dat ASMI onverkort vasthoudt aan de prognose dat de onderneming in 2018 de *wafer fab equipment* markt zal *outperformen*, welke volgens onderzoeksbureaus dit jaar met een *high single digit* percentage zal groeien. Dit betekent impliciet dat het accent van de groei bij ASMI nadrukkelijk in de laatste drie kwartalen van het jaar zal liggen. Bij dit alles is voorts van belang dat ASMI op 8 augustus a.s. nog eens € 4,00 per aandeel belastingvrij zal uitkeren aan aandeelhouders, als onderdeel van het distribueren van een deel van de verkoopopbrengst van het verkochte pakket ASM PT-aandelen. Dit betekent dat op de aandelen die ASMI de komende 10 weken inkoop, begin augustus alweer een rendement van circa 8% kan worden bijgeschreven. ASMI heeft op de AvA toestemming gekregen om 6 miljoen eigen aandelen, zogenaamde *treasury shares*, in te trekken, zodat het aantal winstgerechtigde aandelen structureel daalt. Op de vergadering kreeg het bestuur bovendien toestemming om maximaal 2 maal 10% eigen aandelen in te kopen, waarvan het thans lopende programma de eerste fase belichaamt.

Gezien het feit dat de onderneming de prognose voor FY 2018 intact laat en er overigens ook geen signalen zijn van een sterke neerwaartse bijstelling van de vooruitzichten in de sector, hebben wij het belang in ASMI eind april met 17% vergroot. Tegen de huidige beurskoers van € 55,- wordt 14,7x de getaxeerde winst 2018 van € 3,75 voor de aandelen ASMI betaald en bedraagt het dividendrendement 1,5% uitgaande van het reguliere dividend van € 0,80 per aandeel.

#### Hunter Douglas – Q1 2018 (bedragen in (US \$ miljoen)

	Q1 2018	Q1 2017	%-verandering
Omzet	818,4	703,7	+16
EBITDA	70,0	65,8	+6
Nettowinst	33,1	34,7	-5
Winst per aandeel (€)	0,78	0,93	-16

De eerste kwartaalcijfers van de wereldmarktleider in raambekleding Hunter Douglas bleven licht achter bij onze verwachting. Met name de volumegroei van 1% in de twee belangrijkste markten, Europa en Noord-Amerika samen goed voor ruim 85% van de groepsomzet, was aan de magere kant. Opvallend binnen Europa was de omzettoename van 6% in het Verenigd Koninkrijk aangezwengeld door het vorig jaar overgenomen Hillarys, hetgeen werd geneutraliseerd door een onverwachte terugval in Scandinavië, traditioneel een sterke markt in Europa voor HD.

De beide andere belangrijke Europese deelmarkten, Duitsland en Nederland, lieten een marginale omzetzaling zien in vergelijking met het zeer sterke Q1 2017. Latijns-Amerika (LA) was met 6% volumegroei in herstel, hetgeen in US\$ overigens maar een heel bescheiden impact heeft, omdat LA maar 5% van de groepsomzet levert. Brazilië, de grootste

markt, verslechtert nog steeds, maar minder sterk, terwijl hogere omzetten werden geboekt in Chili, Mexico en Argentinië. Azië, met 6% van de groepsomzet, toonde een volumegroei van 8% wat behoorlijk was, gedreven door projectopleveringen in China en Indonesië.

Hunter Douglas verwacht voor Azië een duidelijk beter jaar dan het zwakke 2017. Q1 2018 is in dit kader het minst belangrijke kwartaal, omdat China vanwege het Chinese Nieuwjaar in januari grotendeels stil ligt. De kostenstijging was met ruim 20% hoger dan de omzet- (+16%) en bruto winst (+17%) stijging. Deze 20% was samengesteld uit 5% valuta-effect, 14% acquisitie-impact en slechts 0,5% uit autonoom hogere marketing-, A&P, verkoop- en G&A kosten.

Het management betoonde zich tevreden over de verbeterde cashflow generatie. Deze steeg van -US\$ 54 miljoen naar -US\$ 25 miljoen, mede door een lagere debiteurenstand bij het in 2016 overgenomen Levolor & Kirsch.

Onder 'Minderheidsbelang' ressorteerde in de W&V-rekening een verlies van US\$ 1,1 miljoen. Dit komt voor rekening van respectievelijk Blaze (51%,Vietnam) en Hillarys (1,8%).

De belastingdruk daalde licht van 17% naar 15,8%. Zoals bekend is het eerste kwartaal het minst belangrijke van de vier kwartalen voor de winstgeneratie van Hunter Douglas. Wel is duidelijk dat de fors gedaalde US dollar tegen de Euro sporen nalaat in de *bottom line* winstontwikkeling.

De winst per aandeel daalde hierdoor met ruim 16% van € 0,93 naar € 0,78. Om onze winsttaxatie van € 6,50 per aandeel voor FY 2018 te realiseren (FY 2017: € 5,56), is een omzetversnelling in het restant van dit jaar noodzakelijk in combinatie met lagere buitengewone lasten en een licht lagere belastingdruk. Dat is zeker mogelijk, omdat na het sterke Q1 2017 – in vergelijking met Q1 2016 – de overige kwartalen van 2017 achterbleven bij onze (en HD's) verwachtingen. Tegen de huidige beurskoers van € 65,- wordt 10x de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,5%.

#### TKH Group – Q1 2018 (bedragen in € miljoen)

	Q1 2018	Q1 2017	%-verandering
Omzet	398,0	360,1	+10,5
EBITA	45,9	39,7	+15,5
Nettowinst	29,9	25,1	+18,9
Return on Sales (%)	11,5	11,0	+50 bps

Technologiebedrijf TKH Group is het jaar begonnen met een sterk eerste kwartaal waarin de strategische investeringen van de afgelopen jaren goed tot uiting kwamen. De vorig jaar gerealiseerde vergroting van de productiecapaciteit evenals de uitbreiding en versterking van de R&D- en commerciële organisatie droegen bij aan een gezonde autonome omzetgroei van 10,8%. Een groot deel van de groei werd gerealiseerd in de verticale groeimarkten Fibre Optics Networks, Marine & Offshore, Parking en Tire Building. De orderingang nam in alle segmenten toe, waarmee de groep een goede uitgangspositie heeft voor de komende kwartalen.

De omzet binnen het segment *Telecom Solutions* bedroeg € 49,6 miljoen (Q1 2017: € 44,2 miljoen). De omzet steeg autonoom met 12,9%. De groei werd behaald in het subsegment Fibre Network Systems, waarbij vooral in Duitsland en Frankrijk groei kon worden gerealiseerd. Mede door een aanhoudende sterke wereldwijde vraag naar glasvezel is de groei gerealiseerd met een verbeterd prijsniveau. De omzet binnen het segment *Building Solutions* bedroeg € 164,6 miljoen (Q1 2017: € 151,5 miljoen). De autonome groei bedroeg 9,4%. De groei werd vooral in het subsegment Connectivity Systems gerealiseerd als gevolg van een verbeterde marktsituatie in de bouw- en constructiesector in Europa en door groei binnen de verticale groeimarkt Marine & Offshore. Binnen het subsegment Vision & Security Systems werd vooral groei gerealiseerd binnen de verticale markt voor parkeersystemen en werd een aantal grote projecten binnengehaald. De omzet binnen het segment *Industrial Solutions* bedroeg € 183,8 miljoen (Q1 2017: € 164,4 miljoen). Autonoom nam de omzet met 11,6% toe. De groei werd zowel in het subsegment Connectivity Systems als Manufacturing Systems gerealiseerd. Binnen Connectivity Systems werd vooral groei gerealiseerd op het gebied van robotkabelsystemen. De stijging binnen Manufacturing Systems was het gevolg van een hogere omzet voor bandenbouwsystemen. De orderintake in het eerste kwartaal van 2018 bedroeg € 123 miljoen en was daarmee beduidend hoger dan voorgaande kwartalen. Het aandeel van de Top 5-bandenbouwers (Michelin, Pirelli, Continental,

Goodyear en Bridgestone) nam verder toe in de orderintake. TKH Group handhaaft de bij de publicatie van de jaarcijfers 2017 afgegeven prognose voor het lopende boekjaar: 'Het investeringsjaar 2017 geeft een sterk fundament voor materialisatie van groei van de winst vanaf 2018'. Tevens werden de middellange termijn doelstellingen verhoogd. De Return on Sales target werd verhoogd van 11-12% naar 12-13%, terwijl de Return on Capital Employed (ROCE) target opwaarts werd bijgesteld van 20-22% naar 21-23%.

TKH Group is goed op weg om onze winsttaxatie 2018 van een winst per aandeel van € 2,65 (2017:€ 2,30) te realiseren. Tegen de huidige beurskoers van € 57,50 wordt daarmee 21,7x de getaxeerde winst voor de aandelen TKH Group betaald. Het bijbehorende dividendrendement komt op 2,4%.

#### Kendrion – Q1 2018 (bedragen in € miljoen)

	Q1 2018	Q1 2017	%-verandering
Omzet	120,6	118,3	+2
EBITDA	17,7	16,2	+9
EBITA	11,9	10,6	+12
Nettowinst	8,1	6,9	+17
Return on Sales (%)	9,9	9,0	+90 bps

Na een minder Q4 2017 herstelde de opgaande lijn zich bij elektromagnetenproducent Kendrion in het eerste kwartaal 2018. CEO Joep van Beurden sprak van een solide start van het jaar, waarbij de onderliggende omzetgroei van 4% werd gedrukt door valuta-invloeden (en daarmee uitkwam op +2%) en waarbij tevens werd vergeleken met een sterke Q1 2017-periode. Met name de industriële activiteiten presteerden sterk met een omzettoename van 6,7%.

De omzet in Automotive daalde met 0,6%, maar steeg exclusief valuta-invloeden met 2,3%. De sluiting van de vestiging in India in Q2 2017 zorgt daarbij nog voor een enigszins verstoorde vergelijkingsbasis. De strategie 'Simplify, Focus en Grow' werd verder ten uitvoer gebracht.

De 'Simplify' maatregelen betreffen de reductie van complexiteit in de organisatie, alsmede het verhogen van de kostenefficiëntie. In dit kader werd de transfer van de productie-activiteiten van het Mexicaanse Toluca naar de vestiging in Shelby in de Verenigde Staten in Q1 2018 nagenoeg afgerond. In het afgelopen kwartaal werd een bedrag van € 1,1 miljoen aan eenmalige herstructureringskosten genomen, waartegenover op jaarbasis besparingen van € 0,5 miljoen staan. Voor geheel 2018 worden eenmalige kosten van circa € 2,5 miljoen voorzien, waaruit een identiek bedrag aan jaarlijkse besparingen wordt verwacht.

Het momentum van omzetgroei werd als uitstekend omschreven, gedreven door de toenemende uitleveringen voor het schokdemperproject van ThyssenKrupp Bilstein en de sterke groei in China, zowel in Industrial als in Automotive.

De balansverhoudingen van Kendrion bleven sterk met een solvabiliteit van 50,2% per eind maart.

Het management herhaalde de prognose voor geheel 2018 van een gemiddelde jaarlijkse omzettoename van 5% en een EBITA-marge van 10% per einde van het lopende boekjaar. Op woensdag 15 augustus a.s. organiseert Kendrion een Capital Markets Day, tegelijk met de publicatie van de halfjaarcijfers. Naar verwachting zullen tijdens deze bijeenkomst nieuwe middellange termijn doelstellingen worden geformuleerd. Daarbij zal het accent ongetwijfeld meer op 'Focus' en 'Grow' komen te liggen, nu de mogelijkheden voor 'Simplify' onderhand zijn benut.

Ofschoon de groei van de groepsomzet met +2% achterbleef bij de interne doelstelling van +5%, menen wij dat Kendrion op jaarbasis wel degelijk in staat zal zijn het streefcijfer te gaan halen. Dit zal met een zekerheid grenzende waarschijnlijkheid niet voortkomen uit aanvullende acquisities, omdat de combinatie 'beschikbaarheid/juiste prijs/voldoende toegevoegde waarde voor Kendrion' buitengewoon lastig te vinden is.

Wij handhaven onze winsttaxatie per aandeel 2018 op € 2,05 (2017: € 1,74). Tegen de huidige beurskoers van € 36,10 wordt daarmee 17,6x de verwachte winst voor de aandelen Kendrion betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement ruim 3%.



**Brunel International – Q1 2018** (bedragen in € miljoen)

	<b>Q1 2018</b>	<b>Q1 2017</b>	<b>%-verandering</b>
Omzet	213,8	196,4	+9
Brutowinst	50,0	47,2	+6
Brutomarge	23,4%	24,0%	
Operationele kosten	42,8	41,5	+3
EBIT	7,2	5,7	+26
EBIT (%)	3,4%	2,9%	
# Directe medewerkers	11.228	8.984	+25
# Indirecte medewerkers	1.527	1.460	+5
Direct/indirect	7,4	6,2	

Detacheerder Brunel International kende een voorspoedige start van het boekjaar 2018. Onder leiding van Jilko Andringa, die Jan Arie van Barneveld in november 2017 is opgevolgd als CEO, is na vier jaar van dalende/stagnerende omzetten en resultaten de opgaande tendens weer ingezet. Andringa heeft de strategische accenten bij zijn aantreden geherformuleerd, hetgeen onder andere inhoudt dat de rapportagestructuur wordt aangepast, dat de afhankelijkheid van de olie- en gasector geleidelijk zal worden teruggebracht, dat er meer focus komt op de *digitale roadmap* en dat het nieuw geïnstalleerde Global management team zich specifiek zal richten op efficiënter client management.

In Q1 2018 presteerde met name de Nederlandse activiteiten zeer sterk met een omzetstijging van 17% (van € 47,9 miljoen naar € 56,2 miljoen) en een EBIT-stijging van € 2,5 miljoen naar € 4,2 miljoen (+68%).

In de belangrijkste markt, de DACH-regio – Duitsland, Oostenrijk, Zwitserland – was er een omzetstijging van 5% van € 61,3 miljoen naar € 64,1 miljoen, maar een EBIT-daling van € 7,4 miljoen naar € 5,7 miljoen (-23%). Deze op het oog mindere performance moet in het licht worden gezien van twee werkdagen minder in Q1 2018 in vergelijking met dezelfde periode van 2017, waardoor de kostendekking overeenkomstig lager was.

CEO Andringa is positief over het middellange termijnperspectief van Brunel Deutschland waar met 43 kantoren een fijnmazig netwerk ligt, wat ruime mogelijkheden biedt om te groeien in de grootste engineering markt van Europa die qua flexibiliteitsgraad op slechts een derde van die van Nederland ligt. Behalve detacheren voert Brunel als ingenieurs-gedreven organisatie ook projecten voor toonaangevende Duitse ondernemingen als Siemens, Bosch en de automotive industrie uit.

Elders zag Brunel een gunstige omzetgroei in de regio Midden Oosten en India, alwaar de omzet met 20% steeg naar ruim € 19 miljoen en de EBIT klom van € 0,4 miljoen naar € 1,7 miljoen. Brunel profiteert hier van de eerder doorgezette diversificatie met projecten in Koeweit en Qatar. In Australasia werd op een 15% hogere omzet van € 27,7 miljoen een break even resultaat geboekt tegen een gering verlies van € 0,2 miljoen in Q1 2017.

Brunel is content met de acquisitie van SES Labour Solutions (mijnbouw-gerelateerde werkzaamheden) in Australië in Q3 2017 en voorziet een sterkere omzet- en winstgroei in het restant van 2018 na een door slechte weersomstandigheden matig Q1 2018. In de regio Rest of world, waarin de olie- en gasactiviteiten de boventoon voeren, was er nog een geringe omzetzak van € 47,2 miljoen naar € 46,6 miljoen, maar een onveranderde EBIT van - € 1,9 miljoen.

Andringa voorziet een geleidelijk herstel op middellange termijn, nu de oliemaatschappijen weer beginnen te investeren in nieuwe projecten. Dit zal echter op zijn vroegst in de loop van 2019 zichtbaar worden in omzet en resultaten. Tenslotte valt op dat de verhouding Direct : Indirect merkbaar verbeterde in Q1 2018 ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Dit doet vermoeden dat Brunel goed op weg is onze winsttaxatie van € 0,60 per aandeel (2017: € 0,15) te gaan realiseren. De onverminderd sterke balanspositie van Brunel – de onderneming beschikt traditioneel over een netto kaspositie – staat een contante dividend pay-out ratio van tenminste 80% zeker toe. Tegen de huidige beurskoers van € 15,90 wordt Brunel gewaardeerd op 26,5x de verwachte winst 2018 en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 3,1%.

Industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** neemt het Franse bedrijf PEM SAS (Protection Electrolytique des Métaux) over. PEM realiseert een jaaronzet van € 22 miljoen en heeft 180 voltijdwerknemers. De resultaten van PEM worden vanaf 1 juni 2018 geconsolideerd en dragen direct bij aan de groei van de winst per aandeel. De (niet nader genoemde) overnamesom wordt gefinancierd uit bestaande kredietfaciliteiten. PEM telt drie productievestigingen nabij Lyon en is een specialist op het gebied van metalen oppervlaktebehandelingen, waarbij uiterst specifieke eenheden van koper, nikkel, tin, zilver en/of goud op metalen strips worden aangebracht. Deze technologie vindt steeds meer ingang door nieuwe applicaties, waarmee Aalberts klanten in de automotive, algemene industrie en in aerospace optimaal kan bedienen.

Voor 2018 handhaven wij onze prognose van een winst per aandeel van € 2,40 (2017: € 2,15). Tegen de huidige beurskoers van € 41,90 worden de aandelen Aalberts Industries daarmee op 17,5x de verwachte winst gewaardeerd en komt het verwachte dividendrendement op 1,7% uitgaande van een stabiele 30% pay-out ratio.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 juni 2018 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Flow Traders	15,8%
ASM International	13,8%
Hunter Douglas	12,1%
BE Semiconductor Industries	9,1%
TKH Group	7,7%
Nedap	7,4%
Neways Electronics International	6,0%
Kendrion	5,1%
Sif Group	5,0%
Brunel International	3,6%
Overige 5 participaties	9,4%
Liquiditeiten en overige	5,0%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

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

Vooruitzichten

De door onze participaties gepresenteerde cijfers over het eerste kwartaal 2018 bevestigen het algemene beeld van een voortzetting van een gezonde omzet- en winstgroei. Daarentegen was de gemiddelde koersreactie op de gepresenteerde cijfers en vooruitzichten eerder een negatieve, in het bijzonder voor de ondernemingen die actief en/of gerelateerd zijn aan de halfgeleiderindustrie. Wij menen dat deze negatieve koersreactie vooral duidt op een toegenomen terughoudendheid bij beleggers, die is ingegeven door de verwachting dat de rentetarieven in de loop van dit jaar zullen gaan oplopen. Anders gezegd, er is feitelijk winstgenomen op posities die de afgelopen één à anderhalf jaar sterk in beurskoers zijn gestegen. Wij menen dat de betreffende deelnemingen op de verlaagde beurskoersen uiterst interessant zijn gewaardeerd. Deze mening is gebaseerd op de verwachting dat de mondiale economische groei in de tweede helft van 2018 weliswaar zal afzakken, maar nochtans ruimschoots positief zal blijven. Daarnaast houden wij rekening met een toenemende invloed vanuit fusies en overnames.

Per eind mei noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 14,2x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
Willem Burgers  
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 11 juni 2018