

MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2017

Inleiding

In november leverde de Nederlandse aandelenmarkt de koersstijging van oktober grotendeels weer in. De AEX-Index daalde 2,1% naar 540,11, de Amsterdam Midkap Index verloor 2,2% op 826,29 en de Amsterdam SmallCap Index gaf 0,6% toe op 1049,17.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in november 1,8% van € 55,72 naar € 54,69. Over de eerste 11 maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +24,7%. Het fondsvermogen per 1 december 2017 bedroeg € 101,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 102,1 miljoen was belegd in 16 participaties. Dientengevolge was er een debet positie van 0,1% van het fondsvermogen.

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

Beurskoers	€ 54,42
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 54,69
Fondsvermogen	€ 101.931.556
Aantal uitstaande aandelen	1.863.976

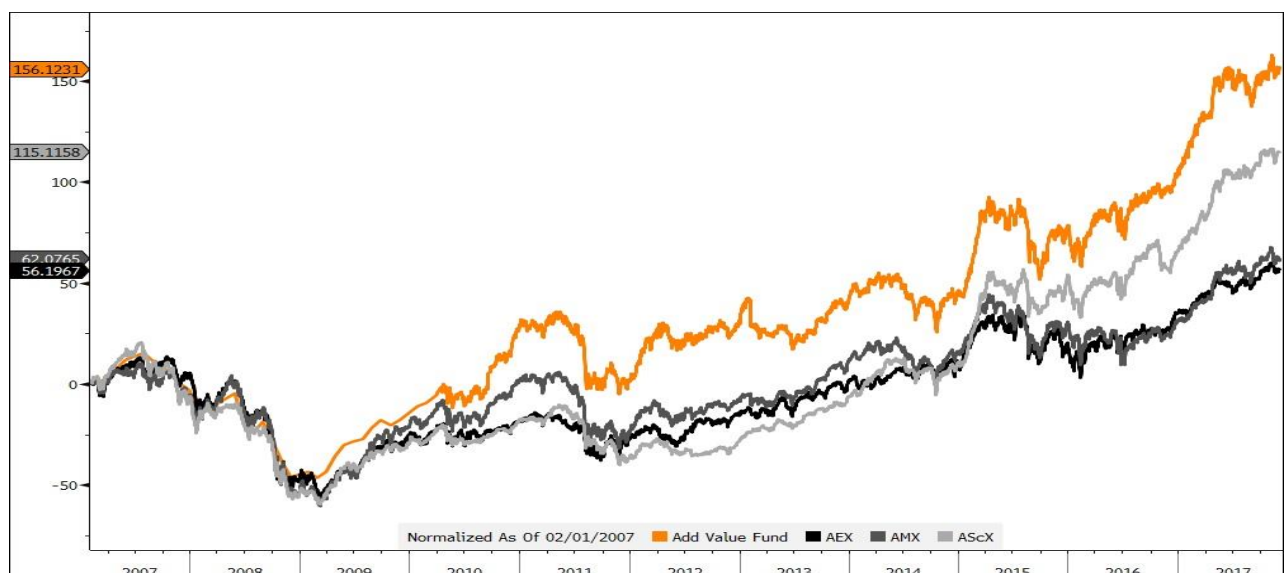
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+24,67	+156,12
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+15,56	+56,20
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+23,44	+62,08
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+29,72	+115,12

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/11/2017

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/11/2017)

Peildatum: 30/11/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+120,3	+44,8	+26,7	+2,3
2.	TKH Group	+60,2	+25,4	+13,1	-3,2
3.	Neways Electronics Int.	+54,8	+9,9	+7,7	-1,0
4.	Kendrion	+53,1	+18,1	+14,7	+9,0
5.	Aalberts Industries	+49,2	+19,2	+14,8	+1,3
6.	ASM International	+44,9	+5,2	+17,6	+1,0
7.	Koninklijke Brill	+37,9	+3,0	+0,9	-5,3
8.	Nedap	+34,3	+6,8	+9,2	+5,7
9.	Acomo	+27,3	-7,9	-1,9	+1,0
10.	Hunter Douglas	+24,8	-17,4	-3,9	-5,1
11.	Accell Group	+19,8	-19,5	-6,8	-8,3
12.	Sif Group	+11,6	-10,7	+4,4	-12,8
13.	Brunel International	+6,9	+8,2	+32,6	+1,8
14.	Lucas Bols	+6,1	-4,4	-1,7	-4,0
15.	Koninklijke Vopak	-19,5	-11,9	-0,2	-4,5
16.	Flow Traders	-38,3	-29,7	-19,2	-13,7

- 1) In november realiseerden 7 van de 16 participaties (= 44%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 14 van de 16 participaties (= 88%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **Kendrion** en **Nedap** bovengemiddeld (>5%) in de portefeuille. Kendrion rapporteerde keurige cijfers over Q3 2017 in combinatie met een optimistische visie voor de Duitse machinebouw industrie en de Chinese markt. Nedap rapporteerde sterke Q3 cijfers en goede vooruitzichten voor Q4 en daarna;
- 3) **Flow Traders** was wederom de minst presterende participatie in de portefeuille. Niettemin hebben wij onze positie in het aandeel in de verslagmaand wederom uitgebreid gezien de uitstekende risico-rendement propositie.

Mutaties in de portefeuille

In november hebben wij de posities in **Flow Traders** en **Hunters Douglas** uitgebreid. Daarentegen verkleinden wij de posities in **TKH Group**, **Aalberts Industries**, **Koninklijke Vopak** en **Kendrion** in bescheiden mate.

Bedrijfsnieuws

ETP-liquidity provider **Flow Traders** meldde dat de onderneming door De Nederlandsche Bank (DNB) op de hoogte is gesteld van haar besluit tot het instellen van zwaardere kapitaaleisen voor 'high frequency traders' en andere handelaren voor eigen rekening. Tot nu toe vielen deze partijen onder een lokaal regime met eigen kapitaaleisen. Daar komt onder druk van de Europese Banken Autoriteit (EBA) een einde aan, zo maakte DNB 13 november jl. bekend. Hoewel de toezichthouder vindt dat de Nederlandse regels 'verantwoord en proportioneel' zijn, heeft DNB geconcludeerd dat deze interpretatie juridisch onhoudbaar is.

De betrokken partijen, waaronder dus Flow Traders, krijgen tot 31 maart a.s. de tijd om aan de nieuwe, Europese kapitaaleisen te voldoen. In de brief aan de handelshuizen schrijft DNB ook dat deze partijen hun uitzondering op het bonusplafond verliezen. In theorie mogen zij daardoor hun personeel nog slechts 20% van hun vaste salaris als bonus uitkeren. Maar in de praktijk verandert er, wat dit betreft, de komende jaren niets, schrijft DNB in de brief. De Autoriteit Financiële Markten (AFM), de verantwoordelijke toezichthouder, gaat pas vanaf 1 januari 2020 controleren of de bonusregels worden nageleefd. Het ministerie van Financiën gaat binnenkort in gesprek met de sector en de

toezichthouder over de bonussen. Betrokkenen verwachten dat uit dit overleg alsnog een versoepeling van het bonusplafond zal rollen. Handelshuizen als Optiver, IMC en Flow Traders betalen hun personeel relatief lage salarissen en hoge bonussen. Bij invoering van het bonusplafond hebben deze partijen een uitzonderingspositie weten te verkrijgen, onder meer omdat zij met eigen kapitaal handelen en geen klanten hebben en dus niet met belastinggeld hoeven te worden gered in het geval zij failliet zouden gaan.

In een reactie stelt co-CEO Dennis Dijkstra dat Flow Traders momenteel de mogelijke impact van de nieuwe regelgeving bestudeert. Gezien de conservatieve financiering van de handelsposities en de schuldenvrije balans ligt het naar onze mening in de lijn der verwachting dat Flow Traders probleemloos aan de nieuwe kapitaaleisen zal kunnen voldoen. Zodra Flow Traders haar assessment rond de nieuwe eisen heeft afgerond, zal zij de markt terstond informeren.

Vorige maand rapporteerde Flow Traders de cijfers over het derde kwartaal 2017. Het Net Trading Income (NTI) daalde in Q3 2017 met 32% naar € 31,7 miljoen (Q2 2017: € 46,7 miljoen), waarmee de teruggang over de eerste negen maanden van het jaar op 30% uitkwam (€ 126,7 miljoen versus € 181,3 miljoen). Deze daling was het gevolg van een combinatie van nauwere bieden-laten spreads en een afnemende koersvolatiliteit in financiële markten. Als respons op deze ontwikkeling meldde het management te streven naar een lagere kostengroei, te weten naar de onderkant van de eerder geformuleerde bandbreedte van 15-20% voor geheel 2017. Voorts meldde de onderneming op schema te liggen met de op groei gerichte initiatieven in de drie marktgebieden EMEA (Europa), Americas en AOAC (Azië). Bovendien herhaalde Flow Traders tijdig gereed te zullen zijn voor de implicaties van de nieuwe regelgeving met betrekking tot MiFID II. Weliswaar lagen de gerapporteerde cijfers aan de onderkant van de verwachtingen van analisten, toch slaagde Flow Traders erin om in de eerste negen maanden van het jaar marktaandeel te winnen. Waar de gehele markt een daling van de verhandelde ETP-waarde noteerde van 12%, steeg de door Flow Traders verhandelde ETP-waarde in de eerste negen maanden van 2017 met 16%.

Tenslotte kondigde het management aan de pay-out ratio voor 2017 te verhogen van tenminste 50% naar tenminste 75%, vooruitlopend op een akkoord dienaangaande in de aandeelhoudersvergadering. Wij hebben in de verslagmaand de positie in Flow Traders verder uitgebreid tot 550.000 aandelen, overeenkomend met bijna 1,2% van het uitstaande aandelenkapitaal van de onderneming.

De performance van het aandeel blijft *year-to-date* met -40% zowel in absolute als relatieve zin ver achter bij onze doelstelling van tenminste +10% op jaarbasis. Ondanks deze significante *underperformance* zijn wij vol vertrouwen dat Flow Traders in de toekomst alsnog aan onze doelstelling zal gaan voldoen. De oorzaak van het zwakke koersverloop ligt namelijk uitsluitend bij de historisch lage koersvolatiliteit die de aandelen- en obligatiemarkten dit jaar wereldwijd kenmerkt. Als afgeleide van deze lage koersvolatiliteit is ook de omloopsnelheid van ETFs, de zogenaamde *velocity*, de afgelopen maanden gedaald. Flow Traders heeft voor haar bedrijfsvoering baat bij een hoge koersvolatiliteit en een hoge *velocity*, omdat in een dergelijke marktomgeving zowel de verhandelde ETFs-volumes als de daarop te realiseren marges als riant kunnen worden aangemerkt.

In 2015 was gedurende een groot deel van het jaar sprake van een dergelijke gunstige marktomgeving. Over dat jaar rapporteerde Flow Traders een record winst per aandeel van € 2,76. Vorig jaar was er gemiddeld aanzienlijk minder koersvolatiliteit dan in 2015, maar zorgden speciale politiek-gedreven *events*, zoals de brexit eind juni en de onverwachte zege van Donald Trump in de Amerikaanse presidentsverkiezingen eind november, kortstondig voor de nodige turbulentie.

Over 2016 boekte Flow Traders uiteindelijk een keurige winst per aandeel van € 1,98. Zoals bekend is 2017 tot op heden een jaar van uitzonderlijk lage koersvolatiliteit en tevens bescheiden *velocity*, hetgeen in de eerste negen maanden heeft geresulteerd in een winst per aandeel van € 0,68 in vergelijking met € 1,44 in dezelfde periode van 2016. Indien deze relatieve performance zich zou voortzetten in Q4 2017, zou voor geheel 2017 een winst per aandeel van € 0,94 in beeld komen. Uitgaande van eerdergenoemde pay-out ratio van tenminste 75% van de netto winst zou het dividend alsdan op € 0,80 per aandeel uitkomen, hetgeen bij de huidige beurskoers van € 19,- een dividendrendement van 4,2% zou betekenen. Voor 2018 zijn de perspectieven voor het schuldenvrije Flow Traders naar onze indruk zodanig positief, dat een fors winstherstel alleszins binnen bereik ligt. De volgende argumenten liggen aan deze verwachting ten grondslag:

- Een periode van voortdurende lage koersvolatiliteit heeft in de recente beurshistorie maximaal zeven aaneengesloten kwartalen geduurd. Dit zou betekenen dat uiterlijk vanaf Q2 2018 de zogenaamde ‘vola’ weer zou moeten gaan stijgen;
- Flow Traders is actief in een absolute groeiemarkt. De markt voor ETPs groeit nog altijd onstuimig, waarbij de markt in de Verenigde Staten met momenteel circa 80% van het wereldwijde handelsvolume verreweg de grootste is. Flow Traders is actief doende haar marktaandeel van circa 2% in de Verenigde Staten te laten groeien. Onlangs werd de vergunning verkregen om ook in de off-exchange markt in de Verenigde Staten als liquiditeitsverschaffer actief te mogen zijn, hetgeen het winst-genererend vermogen in 2018 behoorlijk zal vergroten;
- Flow Traders is met een geschat marktaandeel van ruim 20% verreweg de grootste speler op de Europese markt die qua ontwikkeling zo’n zeven jaar achterloopt op die van de Verenigde Staten, maar een veel hogere groeiverwachting heeft in de komende jaren. Toonaangevende Amerikaanse partijen als Blackrock, Vanguard en State Street breiden hun Europese activiteiten dan ook geleidelijk steeds verder uit;
- In het Verre Oosten, waar Flow Traders een bescheiden marktaandeel heeft, wordt binnenkort een kantoor in Hong Kong geopend, waardoor ook een link naar de Chinese financiële markten binnen bereik komt;
- Flow Traders staat op het punt om ook als liquiditeitsverschaffer in valutamarkten te gaan opereren. De onderneming heeft de afgelopen maanden met een gespecialiseerd team proefgedraaid in deze extreem liquide (‘Forex’ – ‘foreign exchange’) markt. Ofschoon geen concrete mededelingen zijn gedaan omtrent de ervaringen die gedurende deze proefperiode zijn opgedaan, hebben wij de indruk dat op termijn de afhankelijkheid van de resultaten van de bemiddeling in ETPs zal afnemen als gevolg van de bijdrage van de Forex-activiteiten;
- Flow Traders investeert continu in nieuwe traders en in nieuwe technologie. De kost gaat hierdoor naar schatting één à anderhalf jaar voor de baat uit. Hierdoor ligt het winst-genererend vermogen in 2018 automatisch hoger dan in 2017;
- Flow Traders breidt continu het aantal ETPs uit maar ook het aantal institutionele “counter parties” en het aantal handelsplatformen waardoor de Net Trading Income (NTI) zou moeten toenemen;
- Flow Traders zal gaan profiteren van de Europese invoering van MiFID II per 1 januari 2018. Vanaf die datum dient volledige transparantie te worden betracht bij het uitvoeren en vastleggen van effectenorders. Hierdoor zullen de ETPs volumes zichtbaar gaan toenemen.

Tenslotte kan worden geconstateerd dat het aandeel Flow Traders bij de huidige beurskoers van € 19,- in technische zin zwaar *oversold* is. Dit is mede het gevolg van het feit dat een aantal *hedge funds* shortposities in het aandeel heeft ingenomen. Per eind november bedroeg de totale shortpositie 6,05% van het aantal uitstaande aandelenkapitaal. Bij een free float van 71,3% betekent dit dat 8,5% van de vrij verhandelde aandelen in de toekomst moet worden teruggekocht om deze posities weer te sluiten.

Wij menen dat 2017 het jaar van ‘*the Rock Bottom earnings*’ van Flow Traders zal blijken te zijn. Vanaf de huidige lage waardering en beurskoers – € 13,- of 40% onder de IPO-koers van juli 2015 van € 32,- per aandeel – zien wij op termijn een significant opwaarts koerspotentieel. Nota bene, begin vorig jaar stond de beurskoers nog ruimschoots boven de € 50,-. Bovendien kan de huidige weging van 10% in de portefeuille eveneens worden beschouwd als een ‘*hedge*’ tegen een plotselinge toename van de volatiliteit op financiële markten, die naar verwachting de overige 90% van onze portefeuille niet geheel onberoerd zal laten.

BE Semiconductor Industries (BESI) rapporteerde zeer sterke cijfers over het derde kwartaal van 2017. De omzet kwam uit op € 159,3 miljoen, een teruggang van 6,3% in vergelijking met Q2 2017, maar een stijging van 69% ten opzichte van Q3 2016. In het normale seizoenpatroon is het derde kwartaal verhoudingsgewijs zwak, maar dit jaar zorgde de combinatie van gunstige marktomstandigheden en de opbouw van capaciteit in de back-end verpakkingindustrie voor een sterke overall performance. Dit resulteerde tevens in een hoge brutomarge van 58,7% (Q2 2017: 57,3%; Q3 2016: 50,5%). De nettowinst kwam uit op € 52,9 miljoen, een stijging van 1,0% in vergelijking met Q2 2017 (€ 52,3 miljoen) en van 219% ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder (€ 16,6 miljoen).

De schaalvoordelen van het verdienmodel van BESI – sterke omzetgroei, continu verbeterde brutomarge en stringente kostenbewaking – droegen alle bij aan de fraaie prestatie. Ook de orderingang stemde tot volle tevredenheid. De orderintake lag met € 161,5 miljoen ruim 24% hoger dan het voorgaande kwartaal (€ 130,1 miljoen) en was ruim twee keer zo hoog als die van een jaar eerder (€ 78,1 miljoen).

Het management schrijft deze spectaculaire stijging toe aan de toonaangevende product portfolio voor geavanceerde back-end toepassingen in combinatie met een stijgend marktaandeel. Over de eerste negen maanden van 2017 bedraagt de orderintake € 531,5 miljoen tegen € 282,4 miljoen in dezelfde periode van 2016, een stijging van 88%. CEO Richard Blickman noemde in een toelichting op de cijfers als groeiders de orders van Aziatische sub-contractors voor high-end computing toepassingen en mobiele applicaties, alsmede de steeds duidelijker tendens van een nieuwe technologische groeicyclus waardoor eindklanten hun productiecapaciteit voor smart phone-, automotive-, cloud server, memory- en computertoepassingen fors uitbreiden. Daarenboven werd de groei aangejaagd door de introductie van productinnovaties, waarvoor de meest moderne productietechnologie is vereist, juist het segment waarin BESI excelleert.

De netto kaspositie nam per eind september 2017 met 26% toe van € 131,5 miljoen naar € 165,4 miljoen. Voor het vierde kwartaal 2017 voorspelt de onderneming een omzet die met 0 – 10% zal dalen ten opzichte van Q3 2017, een bruto marge in een bandbreedte van 55 - 57% (Q3 2017: 58,7%) en een toename van de operationele kosten van 5 - 10% in vergelijking met het niveau van Q3 2017 van € 30,4 miljoen. Dit betekent dat BESI, uitgaande van de middelpuntschattingen, in Q4 2017 circa € 1,00 per aandeel zal verdienen, waarmee de taxatie voor de jaarwinst 2017 op circa € 4,25 per aandeel uitkomt. Tegen de huidige beurskoers van € 66,50 wordt daarmee 15,6x de verwachte winst 2017 voor de aandelen BESI betaald. Omdat de totale jaarwinst naar verwachting als contant dividend wordt uitgekeerd, bedraagt het dividendrendement alsdan een lucratieve 6,4%.

Gezien de comfortabele financiële positie gaat BESI onverdroten door met de inkoop van eigen aandelen. Per 6 december jl. was onder het lopende inkoopprogramma, dat precies een jaar geleden startte, voor een tegenwaarde van € 25,4 miljoen ingekocht, te weten 586.986 aandelen tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 43,30. Hierdoor verminderde het aantal uitstaande aandelen over deze periode met ruim 1,5%. Zoals bekend is de *visibility* in de winstgevendheid van de halfgeleidersector doorgaans beperkt tot hooguit de komende twee kwartalen. Gezien de kracht van de huidige (investerings)cyclus mag naar onze mening evenwel worden gerekend met wat positievere aannames voor het komende boekjaar. Met name in de eerste zes maanden van 2018 zal nog sprake zijn van zeer gunstige marktomstandigheden, maar voor H2 2018 zijn de vooruitzichten aan meer onzekerheid onderworpen. Wij verwachten tentatief een circa 5 tot 10% lagere jaarwinst voor boekjaar 2018, waarmee de winst per aandeel rond € 3,90 zal uitkomen. Bij deze aanname noteert het aandeel BESI 17,6x de getaxeerde winst en bedraagt het dividendrendement een uiterst aantrekkelijke 5,7%.

Technologiebedrijf **Nedap** meldde in een trading update dat de opbrengsten in het lopende boekjaar naar verwachting met ongeveer 10% gaan stijgen ten opzichte van 2016 (€ 186,0 miljoen). De winst voor belastingen exclusief eenmalige posten zal met 25 - 30% stijgen ten opzichte van de in 2016 gerealiseerde € 14,3 miljoen. De marktgroepen Healthcare, Identification Systems, Livestock Management, Retail, Security Management en Staffing Solutions voorzien groei en de marktgroepen Library Solutions en Light Controls verwachten een daling van de opbrengsten. Zoals eerder gemeld, worden de resultaten in 2017 sterk beïnvloed door eenmalige kosten van ongeveer € 4 miljoen vanwege de herinrichting van de supply chain. De afbouw van de productie- en logistieke activiteiten bevindt zich in de laatste fase. Dochterbedrijf Inventi zal eind dit jaar zijn gesloten. De activiteiten van het productiebedrijf in Groenlo worden de komende maanden sterk afgebouwd en opnieuw ingericht. De bij de publicatie van de halfjaarcijfers gemelde problemen bij een productiepartner zijn verminderd, maar hebben de komende maanden nog invloed op de tijdigheid van leveringen. Levertijden staan ook onder druk vanwege de schaarste aan componenten. De omvang en het tijdspad van de verwachte kostenbesparingen liggen op schema en zijn onveranderd van toepassing. De qua omzet belangrijkste marktgroepen presteren op een uitstekend niveau. Verbeterde marktomstandigheden in de melkveehouderij door hogere melkprijzen geven de omzet van de marktgroep *Livestock Management* een sterke positieve impuls.

Daarnaast heeft de marktgroep een aantal grote projecten binnengehaald in de varkenshouderij. Het is nog niet duidelijk welk deel van deze projecten in 2017 als opbrengsten gerealiseerd kan worden. Ook de marktgroep *Retail* realiseert dit jaar naar verwachting opbrengstengroei. De marktgroep is betrokken bij een aantal grote roll-outs van intelligente artikelbeveiligingssystemen. Bovendien kiezen steeds meer retailers voor Nedap's iD Cloud-voorraadbeheersysteem. De marktgroep *Healthcare* houdt haar groeitempo goed vast. De marktgroep heeft haar marktaandeel in ouderenzorg vergroot en versterkte haar positie in de geestelijke gezondheidszorg en verstandelijk gehandicaptenzorg, door nieuwe zorgorganisaties te contracteren.

De kleine marktgroep *Library Solutions* wordt met ingang van 1 januari 2018 ondergebracht bij de marktgroep *Retail*. Hierdoor wordt de efficiëntie en doelgerichtheid van de productontwikkeling en backoffice-ondersteuning vergroot. Binnen de marktgroep *Retail* gaat een vast team voortbouwen op de strategie om bibliotheken slimmer en innovatiever te maken met RFID-technologie. Met deze organisatieaanpassing zijn geen extra kosten gemoeid.

Tegelijk met de trading update meldde Nedap dat overeenstemming is bereikt met technisch dienstverlener Unica over de verkoop van 100%-dochterbedrijf Nsecure, de gespecialiseerde system integrator voor beveiligingssystemen uit Barendrecht. Met deze transactie zet Nedap een volgende stap in haar strategie om zich te focussen op het ontwikkelen en vermarkten van eigen producten en oplossingen.

Nsecure (opbrengsten in 2016: € 25,2 miljoen) krijgt met Unica een aandeelhouder die zich verbindt aan zijn strategie om haar leidende rol in de Nederlandse beveiligingsmarkt verder uit te bouwen. De onderneming blijft een belangrijke businesspartner van Nedap's marktgroep *Security Management*. De transactie, die naar verwachting op korte termijn wordt afgerond, levert Nedap een netto-opbrengst van ongeveer € 25 miljoen op.

Unica betaalt circa 10x het bruto bedrijfsresultaat (EBITDA) over 2016 voor Nsecure. Nedap realiseert een verwachte boekwinst van tenminste € 15 miljoen. De netto-opbrengst zal deels worden aangewend om maximaal 5% van het aantal uitstaande aandelen Nedap in te kopen. Deze aandelen worden niet ingetrokken maar dienen ter afdekking van de verplichtingen uit hoofde van de Nedap (medewerker) participatieregelingen.

In dit kader heeft Nedap via een *reverse accelerated bookbuild (rABB)* reeds een pakket van 3,7% van de uitstaande aandelen ingekocht tegen een koers van € 44,- per aandeel. De overige (maximaal) 86.731 in te kopen aandelen, vertegenwoordigende 1,3% van het uitstaande aandelenkapitaal, zullen worden ingekocht door transacties op de gereguleerde markt van Euronext Amsterdam, welk inkoopprogramma uiterlijk wordt afgerond op 22 december a.s. De resterende netto-opbrengst van de transactie wordt mede aangewend om het dividend over 2017 eenmalig te verhogen. De omvang van de dividendverhoging wordt bekend gemaakt bij de publicatie van de jaarcijfers op 15 februari 2018. Exclusief eenmalige posten realiseert Nedap over 2017 een winst per aandeel van naar schatting € 2,25 (2016: € 1,77).

Vanaf het komende boekjaar zal de Nedap-organisatie volop tractie kunnen gaan maken om de belofte van het realiseren van structureel hogere rendementen op het geïnvesteerde kapitaal in te lossen. Het 'Nieuwe Nedap' bestaat uit zeven marktgroepen die elk een leidende positie bekleden in een (inter)nationale nichemarkt en die elk uitzicht hebben om de komende jaren een substantiële, autonome opbrengstengroei door te maken. Daarbij zijn de marktgroepen *Healthcare*, *Retail* en *Livestock Management* de absolute blikvangers, op korte afstand gevolgd door *Security Management*, *Identification Systems*, *Light Controls* en *Staffing Systems*. Op basis van een samengestelde jaarlijkse gemiddelde groei van deze opbrengsten op autonome basis van naar onze schatting 8 - 12% in de periode 2018 - 2022 verschijnt een uiterst lucratief verdienmodel. Daarbij hanteert het Nedap-management de volgende financiële aannames:

- Een hoge en stijgende toegevoegde waarde per FTE (2016: € 158k);
- Een autonome omzetgroei die wordt ingezet op 5 à 10% per jaar en waarbij de groei van de wederkerende omzet sterker zal zijn dan gemiddeld. De omzet uit abonnementen laat al vijf jaar een stijgende tendens zien;
- Een operationele marge van tenminste 10% vanaf komend boekjaar. Deze marge zal in de jaren erna verder stijgen, omdat in toenemende mate SaaS-diensten worden geleverd;
- De afbouw van de productie-activiteiten verkleint het kapitaalbeslag. Het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) zal hierdoor sterker stijgen dan de groei van de winstgevendheid;
- Een conservatieve financieringsstructuur die uitgaat van een minimale solvabiliteitsratio van 45% en een maximale Netto Schuld/EBITDA-verhouding van 1,5;

- De pay-out ratio is afhankelijk van de omvang van de noodzakelijke investeringen om het groeimodel te laten functioneren en de ruimte die benodigd is om binnen de grenzen van de gekozen financieringsstructuur te blijven. Al het overige zal in contanten worden uitgekeerd aan aandeelhouders. Gezien de sterk verbeterde kapitaalefficiëntie en de toegenomen schaalomvang van Nedap is het aannemelijk dat in de toekomst een pay-out ratio richting 100% binnen bereik komt (2016: 75%).

Uitgaande van een geschat opbrengstenniveau van circa € 200 miljoen in 2018 waarop een operationele marge van 10% wordt gerealiseerd, komt een getaxeerde winst per aandeel van circa € 2,40 in beeld. Hierbij dient te worden bedacht dat de winstbijdrage van Nsecure van bruto circa € 2,5 miljoen, komt te vervallen. Tegen de huidige beurskoers van € 42,- wordt thans 17,5x de verwachte winst voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement komt, bij een veronderstelde pay-out ratio van 80%, op 4,6%. Het 'Nieuwe Nedap' is daarmee bescheiden gewaardeerd en blijft om deze reden onverkort vertegenwoordigd in de bovenste regionen van de portefeuille van Add Value Fund.

Technologiebedrijf **TKH Group** rapporteerde een omzetstijging van 13,6% over het derde kwartaal van 2017 van € 328,6 miljoen naar € 373,2 miljoen, waarvan 12,0%-punt een autonoom karakter had. De focus op de door TKH geformuleerde verticale groeimarkten en de bouwstenen die daaraan ten grondslag liggen, droegen bij aan een versnelling van de autonome groei. Over de eerste negen maanden van 2017 steeg de omzet met 12,2% van € 978,7 miljoen naar € 1.098,4 miljoen. De stijging van de EBITA bleef achter bij de omzetgroei: in Q3 2017 was er een toename van 3,2% van € 35,5 miljoen naar € 36,6 miljoen en in de eerste negen maanden was er een stijging van 7,3% van € 100,3 miljoen naar € 107,5 miljoen. Door nog hoge aanloopkosten in de verticale markten Marine & Offshore, Tunnel & Infra en Parking daalde de EBITA binnen het segment Building Solutions.

De verkoop van het 5,06%-belang in **Nedap** leidde tot een eenmalige bate van € 5,8 miljoen, waartegenover een eenmalige last van € 1,7 miljoen stond voor de beëindiging van activiteiten met een laag rendement. Ook in Q4 2017 zal een eenmalige last worden genomen, ditmaal van circa € 4 - 5 miljoen, verbonden aan het beëindigen van enkele activiteiten en het verbeteren van het rendement van enkele onderdelen binnen voornamelijk Building Solutions.

CEO Alexander van der Lof benadrukte dat het nadelig effect van aanloopkosten van nieuwe technologieën en uitbreiding van productiecapaciteit in 2018 zal normaliseren, waarmee de stijgende omzet zich ook zal gaan vertalen in een toename van de winstgevendheid. Door de ingezette aanscherping van de focus op kerntechnologieën en rendementsverbetering wordt een duidelijk perspectief gecreëerd voor een versnelling van de toename van de ROS (Return on Sales) op de middellange termijn.

Op basis van het gerealiseerde resultaat in de eerste negen maanden van 2017 en de vooruitzichten voor de komende maanden, handhaaft de Raad van Bestuur de verwachting dat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, de nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten over geheel 2017 binnen de eerder afgegeven bandbreedte van € 92 - 97 miljoen (2016: € 94,4 miljoen) zal uitkomen. Wij handhaven onze winsttaxaties voor 2017 en 2018 op respectievelijk € 2,30 en € 2,95 (2016: € 2,25).

TKH meldde voorts overeenstemming te hebben bereikt over de verwerving van het resterende minderheidsbelang van 26% in Commend International GmbH in Salzburg (Oostenrijk). In januari 2015 verwierf TKH een meerderheidsbelang van 74% in Commend International, gelijktijdig met de aankoop van de internationale verkooporganisaties van de Commend-groep. De transactie wordt geëffectueerd in januari 2018 en zal uit beschikbare middelen worden gefinancierd. Met deze transactie verwerft TKH 100% van de uitstaande aandelen van Commend International, waardoor TKH verder kan bouwen aan de toonaangevende marktpositie in mission critical-intercomsystemen, de *core competence* van Commend.

Tegen de huidige beurskoers van € 55,50 wordt 18,8x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen TKH Group betaald. Het dividendrendement bedraagt alsdan 2,7%.

Kendrion, wereldmarktleider in elektromagneten, rapporteerde keurige cijfers over het derde kwartaal 2017. De omzet steeg met 6% van € 110,1 miljoen naar € 116,7 miljoen, terwijl de EBITA 25% hoger uitkwam op € 9,9 miljoen (Q3 2016: € 7,9 miljoen). Daarmee ligt Kendrion goed op koers met haar strategisch plan dat in mei 2016 werd gelanceerd en rust op drie pijlers: 'Simplify, Focus, Grow'. De doelstelling van dit strategisch plan is om op middellange en lange

termijn Kendrion stabiel winstgevend te laten groeien. In de eerste fase staat de pijler 'Simplify' centraal. In Q3 resulteerden de maatregelen gericht op het stroomlijnen van de organisatie in eenmalige kosten ten bedrage van € 1,7 miljoen, waarmee de teller voor geheel 2017 tot nu op € 3,7 miljoen staat. Met deze stroomlijning komt een structurele kostenbesparing van € 3,2 miljoen op jaarbasis in zicht, hetgeen hoger is dan de eerder gecommuniceerde besparing van € 3,0 miljoen per jaar. Kendrion ziet nog steeds extra mogelijkheden om slimmer en sneller te produceren: voor geheel 2017 voorziet het management eenmalige kosten van circa € 4,5 miljoen en een bijbehorende jaarlijkse kostenbesparing van € 4,0 miljoen op jaarbasis.

Ook op het tweede spoor 'Focus' wordt progressie geboekt. Na de integratie van de Chinese activiteiten, is Kendrion nu klaar om de productiecapaciteit uit te breiden. In dat kader zal in december een nieuwe faciliteit in Suzhou worden geopend. Naar verwachting zal de productie aldaar kunnen aanvangen in Q1 2018. De omzetgroei in Q3 2017 werd gedragen door de Industriële activiteiten (+11,3%), terwijl de Automotive-tak met +2,9% een lichte groeivertraging doormaakte omdat eindklanten inteerden op hun voorraden. Bovendien zorgde de (geplande) sluiting van de activiteiten in Brazilië en India voor een tijdelijke terugval.

Kendrion tekende in China een Letter-of-Intent (LOI) met een grote klant voor de investering in een productielijn voor permanente elektromagnetische remsystemen. Deze systemen worden onder meer gebruikt bij de productie van industriële robots. De productie zal naar verwachting in Q1 2019 een aanvang nemen. CEO Joep van Beurden stelde voorts dat in Automotive de opbouw van het grote Active Damping Valves-project voor ThyssenKrupp Bilstein op schema ligt; het segment Passenger Cars profiteert in toenemende mate van de stijgende uitleveringen.

Kendrion verwacht voor Q4 2017 en voor het boekjaar 2018 een voortzetting van de gunstige orderontwikkeling in zowel de Automotive als de Industriële sector. Wel dient voor het productievolume van de Automotive-tak rekening te worden gehouden met de traditionele onzekerheden in december. Opdrachten kunnen net wel of net niet in het lopende boekjaar worden gerealiseerd, hetgeen een behoorlijke impact op het uiteindelijke omzet- en winstniveau kan hebben. Het management houdt onverkort vast aan de kwantitatieve doelstellingen uit het strategisch plan: per eind 2018 dient Kendrion een gemiddelde jaarlijkse organische groei van 5% en een EBITA-marge van 10% te kunnen realiseren. Wij verhogen onze taxaties van de winst per aandeel 2017 naar € 1,85 (voorheen: € 1,75) en voor 2018 naar € 2,35 (voorheen: € 2,30). Tegen de huidige beurskoers van € 40,50 wordt 17,2x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Kendrion betaald en komt het dividendrendement op 2,9%.

Offshore funderingsspecialist **Sif Group** rapporteerde tegenvallende cijfers over het derde kwartaal van 2017 en kwam impliciet met een winstwaarschuwing voor het gehele boekjaar 2017. Weliswaar steeg de productie in kilotons nog in Q3 2017 met 31% van 45 Kton naar 59 Kton, de contributiebijdrage (= omzet minus materiaalkosten, kosten van uitbesteed werk, logistieke en overige project gerelateerde kosten) daalde daarentegen met 9% van € 33,3 miljoen in Q3 2016 naar € 30,3 miljoen in het afgelopen kwartaal. De genormaliseerde EBITDA bedroeg € 11,2 miljoen, een daling van 38% in vergelijking met Q3 2016 toen € 18,0 miljoen werd verdiend.

De verklaring voor de terugval in winstgevendheid heeft vier oorzaken. Allereerst blijkt in 2016 bij een hoge omzet uiterst efficiënt te zijn gewerkt. In de overeenkomstige periode van 2017 werd Sif geconfronteerd met stijgende loonkosten die slechts gedeeltelijk konden worden gecompenseerd door een verbeterde efficiency.

Daarenboven was er de opbouw van de nieuwe productiefaciliteit op de Maasvlakte 2, die zowel recurring (veiligheidskosten) als non-recurring (opstart- en trainings)kosten met zich meebracht.

Aan het begin van Q4 2017 was ook de tweede productielijn voor monopiles op deze productielocatie gereed, waarmee Sif beschikt over een productiecapaciteit die uitgaat van twee lijnen die elk jaarlijks tenminste 150 Kton kunnen produceren. Door interne verbetertrajecten zou deze capaciteit kunnen worden geoptimaliseerd naar 2x175 kiloton = 350 Kton.

Op korte termijn ziet Sif zich echter geconfronteerd met een uitstel van projecten als gevolg van het doorschuiven van de grid-aansluiting van 2020 naar 2021, waardoor de geplande productie van de funderingen in 2018 eveneens een jaar opschuift. Met name het komende boekjaar, 2018, wordt daarom een uitdaging voor Sif om tot een voldoende bezetting van de beschikbare capaciteit te komen. Tot nu toe is er met een orderboek van 122 Kton tot en met april 2018 voldoende werk.

CEO Jan Bruggenthijns stelt in een toelichting op de cijfers dat hij in onderhandeling is voor twee projecten om in het restant van het boekjaar de productie gaande te houden en dat er een reële kans is dat deze opdrachten ook daadwerkelijk zullen worden binnengehaald. Voor 2019 en verdere jaren zijn de vooruitzichten op basis van de pipeline van opdrachten als uitstekend te kwalificeren. Er is voor 2019 en verdere jaren reeds 60 Kton gecontracteerd en Sif is in de race voor het verwerven van zeven projecten, waarvan er tenminste drie dienen te worden gewonnen om tot de beoogde basisbezetting van de capaciteit te komen. Momenteel ligt men goed op koers om vier van deze projecten met goed gevolg te kunnen gaan realiseren. Voor boekjaar 2017 werd de prognose van de productie verlaagd van 230 naar 220 Kton (-5%) als gevolg van een doorschuiven van een deel van de productie naar 2018. Dit kwam voort uit een groter coating-aandeel in de productie, waarvoor onvoldoende capaciteit beschikbaar was. Als gevolg van deze verschuiving was er ook een lagere kostendekking in Q4 2017, hetgeen leidt tot een 8% lager ingeschatte EBITDA voor 2017 van € 61 miljoen naar € 56 miljoen.

Per saldo resulteert deze ontwikkeling in een winst per aandeel 2017 van € 1,35 (2016: € 1,69). Voor het overgangsjaar 2018 lijkt een taxatie van € 0,85 een realistische aanname. Indien het Sif-management erin slaagt de thans zichtbare opdrachten in de orderpipeline te converteren naar definitieve order-wins, dan is voor 2019 een winst per aandeel van circa € 2,50 een redelijke taxatie. Tegen de huidige beurskoers van € 16,70 wordt 19,6x de verwachte winst 2018 voor de aandelen Sif Group betaald. Indien het perspectief van een volle bezetting in 2019 bewaarheid wordt, noteren de aandelen slechts tegen 6,7x de verwachte winst 2019.

Wetenschappelijke uitgeverij **Koninklijke Brill** kwam met een kwalitatieve trading update over het derde kwartaal 2017. De omzet ontwikkelde zich enigszins minder voorspoedig dan eerder verwacht. Dit was het gevolg van een retourzending van een belangrijke Amerikaanse cliënt die in een eerder stadium een te grote order had geplaatst. Dit heeft een niet nader gekwantificeerd negatief omzet- en marge-effect in het lopende boekjaar. Daarenboven is er enige vertraging in de uitgeefprogramma's van zowel boeken als tijdschriften. Zo wordt de migratie van e-boeken van de onlangs overgenomen Duitse uitgever Schöningh & Fink naar het Brill-platform en -back office uitgesteld naar Q1 2018, waardoor de korte termijn winsten op deze verkopen niet in het lopende boekjaar vallen.

Voor geheel 2017 voorziet Brill thans een lage dubbelcijferige omzetgroei, waarbij de autonome groei enkele procenten zal bedragen. De EBITDA zal naar verwachting met circa 5% toenemen, waaruit volgt dat de EBITDA-marge iets onder druk ligt, hetgeen een reflectie vormt van de vergrote omzetbasis. De nettowinst kan uiteindelijk worden beïnvloed door valutafluctuaties.

Brill wijst erop dat het finale jaarresultaat traditioneel wordt bepaald door de omvang van de eindejaarsverkopen. Tenslotte wordt het nettoresultaat 2017 gedeflatteerd door een groot aantal niet-terugkerende eenmalige kosten, waaronder integratiekosten van de acquisities, gestegen audit fees, kosten van corporate governance en een eenmalige afwaardering van opgebouwde royalties.

Vorige maand meldde de onderneming de benoeming van Peter Coebergh als CEO en van Olivier de Vlam als CFO en COO, waarmee de opvolging van de in mei volgend jaar terugtrekkende CEO Herman Pabbruwe is ingevuld. Zowel Coebergh (1961) als De Vlam (1968) is sinds 2015 werkzaam bij Brill, de eerste in de functie van EVP Marketing & Sales, de tweede als EVP Finance & Operations. Coebergh was voorheen werkzaam bij Springer Nature (sinds 2001) en De Vlam bij Wolters Kluwer (sinds 1995). Brill is voorts voornemens begin volgend jaar een Chief Publishing Officer (CPO) te benoemen die samen met Coebergh en De Vlam het Executive Committee van Brill moet gaan vormen.

Op 15 maart 2018 komt de onderneming met de voorlopige cijfers over het boekjaar 2017. Wij hanteren een winsttaxatie 2017 van € 1,40 per aandeel (2016: € 1,49), en een 2018-taxatie van € 1,75. Tegen de huidige beurskoers van € 34,- wordt 19,4x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Koninklijke Brill betaald. Het dividendrendement bedraagt alsdan 4,4%.

Fietsenproducent **Accell Group** maakte bekend dat het haar Noord-Amerikaanse organisatie verder aanpast aan de gewijzigde marktomstandigheden. Naast een over het algemeen lastige markt voor fietsen staan de verkopen via de traditionele distributiekanaal (vakhandel en MultiSport) al langere tijd onder druk in Noord-Amerika. Zo is recentelijk ook onverwacht het contract met een grote MultiSport keten beëindigd. Daartegenover staat dat de online verkopen (via de eigen webshops en via online winkels van derden) en de verkopen van e-bikes snel groeien. De hieraan gekoppelde

samenwerking met Beeline voor levering aan huis, rij-klaar maken en service verloopt eveneens goed. Deze positieve ontwikkelingen zijn echter nog onvoldoende om de over het algemeen lagere verkopen en met name die via de MultiSport ketens te compenseren. Vandaar dat de Amerikaanse organisatie verder wordt aangepast. Het topmanagement is vervangen en de activiteiten in Noord-Amerika worden volledig geïntegreerd. De aanwezige voorraden bestemd voor met name de MultiSport ketens worden zo snel mogelijk afgebouwd. Volgens de recent aangetreden CEO Ton Anbeek is het afgelopen jaar hard en gericht gewerkt aan de executie van de nieuwe strategie in Noord-Amerika en Europa. Hij verwacht de komende jaren een duidelijke trendbreuk in de groepsprestaties te kunnen laten zien. Dat geldt voor zowel omzet, resultaat als werkkapitaal. Daarbij worden in Noord-Amerika goede kansen gezien voor *omnichannel*, terwijl de ontwikkeling van het e-bike segment een paar jaar achterloopt bij de ontwikkelingen in Europa. Daarmee biedt Noord-Amerika Accell een duidelijke potentie voor toekomstige groei.

Zoals eerder aangegeven zal de groepsomzet in de tweede helft van 2017 naar verwachting hoger zijn dan in dezelfde periode van 2016. Het onderliggend operationeel resultaat voor 2017 wordt echter negatief beïnvloed door de sterke terugval van de verkopen in Noord-Amerika. De reorganisatie van de Amerikaanse organisatie en de afbouw van de voorraden zullen een effect hebben van circa € 5 miljoen. Als gevolg hiervan zal het onderliggend operationeel resultaat op jaarbasis lager uitkomen dan in 2016. Het bedrijfsresultaat (voor rente en belastingen) over 2017 zal bovendien worden beïnvloed door hogere kosten in de tweede helft van het jaar voor de implementatie van de nieuwe groepsstrategie. Naar verwachting zal de afbouw van de voorraden in Noord-Amerika per einde jaar nog niet geheel zijn voltooid, wat een negatief effect zal hebben op het werkkapitaal per jaareinde.

Begin dit jaar heeft Accell Group een ambitieus middellange termijnplan (2017 – 2022) gelanceerd met vier speerpunten: (1) omzet naar € 1,5 miljard (2016: € 1,048 miljard), (2) EBITA-marge van 6,3% naar 8,0%, (3) werkkapitaal van maximaal 25% van de netto omzet (2016: 29,2%) en (4) een Return on Capital Employed (ROCE) van meer dan 15% (2016: 12,2%).

Zoals vaak zichtbaar bij een dergelijke taakstelling, gaat de kost in eerste instantie voor de baat uit. Voor de uitrol van de aangescherpte strategie zullen de extra kosten in de komende twee à drie jaar in totaal € 20 - 30 miljoen bedragen. Dit komt met name door extra investeringen in de supply chain, human resources, innovatie en ICT. Daarnaast zullen de commerciële en (online) marketinginspanningen toenemen, waarmee naar verwachting ook de marketingkosten zullen stijgen naar een niveau van 3-4% van de omzet (2016: 2,5%).

Accell Group is actief in een bedrijfstak waar disruptie aan de orde van de dag is. Weliswaar neemt de vraag naar hoogwaardige e-bikes wereldwijd sterk toe, tegelijkertijd is er een scherpe prijsdruk in met name Nederland door agressieve aanbieders die met nieuwe verdienmodellen de traditionele vakhandel stevig tegenspel bieden.

Exclusief buitengewone lasten noteert het aandeel Accell Group op de huidige beurskoers van € 23,40 tegen ruim 24x de getaxeerde winst per aandeel 2017 van € 0,95 (2016: € 1,26). In mei van dit jaar deed concurrent Pon Holdings een bieding van € 33,- per aandeel Accell Group die door het management werd afgewezen.

Lucas Bols, cocktail- en white spiritsspecialist, rapporteerde goede cijfers over het eerste halfjaar eindigend op 30 september 2017 (H1 2017/18). De omzet over deze periode bedroeg € 48,8 miljoen, een stijging van 23,8% ten opzichte van € 39,4 miljoen in dezelfde periode van het voorgaande boekjaar. Het vorig jaar in een joint venture met Rémy Cointreau overgenomen merk Passoã droeg voor € 9,6 miljoen aan de omzet bij. Valuta-effecten hadden een beperkte negatieve invloed op de omzet van € 0,2 miljoen. Dit was vooral toe te schrijven aan de zwakkere Amerikaanse dollar. Het wereldwijde merkensegment van Bols liet een omzetstijging van 34,8% zien, voornamelijk als gevolg van de consolidatie van Passoã.

De wereldwijde merken groeiden autonoom met 1,6%. De omzet van de regionale merken daalde met 2,2% ten opzichte van het voorgaande jaar. Kijkend naar de afzonderlijke regio's behaalde West-Europa een zeer sterke groei van 50,8%. Exclusief Passoã liet West-Europa een solide groei van 4,0% zien. De opkomende markten presteerden goed met een sterke omzetgroei van 9,8% en Noord-Amerika zette de groeitrend door (+4,8%), vooral door de Verenigde Staten. Azië-Pacific liet een daling van 3,3% zien als gevolg van de fasering van leveringen naar Azië, maar de onderliggende verkopen in de markt groeiden.

Het EBIT-resultaat over de eerste helft van het boekjaar 2017/18 steeg met 21,4% naar € 13,8 miljoen (H1 2016/17: € 11,3 miljoen), geheel dankzij Passoã. Er waren geen valuta-effecten op het EBIT-resultaat in de eerste helft van het

boekjaar 2017/18. Lucas Bols bleef verder investeren in Advertising & Promotion (A&P) ter ondersteuning van de groei van de wereldwijde merken, de commerciële organisatie en de extra kosten in verband met Passoã. Als gevolg van de toevoeging van Passoã daalden de totale overheadkosten (als percentage van de omzet) van 16,3% naar 15,3%.

Over het eerste halfjaar 2016/17 rapporteerde Lucas Bols een eenmalige bate van € 0,7 miljoen in verband met de overname van Distilleerderij Coymans door deelneming Avandis. Exclusief deze eenmalige bate steeg de EBIT-marge met 120 basispunten van 27,0% vorig jaar naar 28,2% in de eerste helft van het boekjaar 2017/18. De nettowinst is in de eerste helft van het boekjaar met 12,4% gestegen ten opzichte van dezelfde periode van het voorgaande boekjaar en bedroeg € 8,7 miljoen (H1 2016/17: € 7,8 miljoen). Exclusief de eenmalige bate die in de eerste helft van 2016/17 werd gerealiseerd, steeg de nettowinst over deze periode met 23,5% ten opzichte van vorig jaar. De nettowinst per aandeel bedroeg € 0,70 over de eerste helft van het boekjaar 2017/18 (H1 2016/17: € 0,62). In lijn met het dividendbeleid om ten minste 50% van de nettowinst als dividend uit te keren, is het interim-dividend voor 2017/18 vastgesteld op € 0,35 per aandeel in contanten (interim-dividend 2016/17: € 0,31), hetgeen een uitkeringspercentage van 50% van de nettowinst vertegenwoordigt.

Het management is positief ten aanzien van de nabije toekomst. De onderliggende marktdynamiek binnen de wereldwijde cocktailmarkt blijft gezond. Vooruitkijkend verwacht Bols aanhoudende omzetgroei van de wereldwijde merken in West-Europa, de opkomende markten en de Verenigde Staten. De omzet in Azië-Pacific zal naar verwachting geleidelijk weer toenemen in H2 2017/18. De nasleep van het orkaanseizoen in het Caraïbisch gebied zal naar verwachting een impact hebben van 1% op de omzetgroei van de wereldwijde merken voor het volledige jaar. Binnen de regionale merken wordt verwacht dat de huidige trends in omzet en marges zullen doorzetten in H2 2017/18. Voor de middellange termijn handhaaft Bols de verwachting voor stabilisatie van de regionale merken op EBIT-niveau. De onderneming zal ook in de tweede helft van het boekjaar profiteren van de consolidatie van de Passoã resultaten voor de volledige 12 maanden van het boekjaar 2017/18. Voor het gehele boekjaar 2017/18 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,35 (2016/17: € 1,21) en een dividend per aandeel van € 0,68 (2016/17: € 0,57).

Tegen de huidige beurskoers van € 18,50 wordt thans 13,7x de verwachte winst 2017/18 voor de aandelen Lucas Bols betaald en bedraagt het dividendrendement alsdan 3,7%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	13,7%
Hunter Douglas	12,9%
BE Semiconductor Industries	10,1%
Flow Traders	9,9%
Nedap	9,5%
TKH Group	9,3%
Kendrion	7,1%
Neways Electronics International	6,1%
Brunel International	4,2%
Acomo	4,1%
Overige 6 participaties	13,2%
Liquiditeiten en overige	-0,1%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De fundamentele groeidrivers voor aandelenbeleggingen – economische groei, technologische vernieuwing, lage rente, inflatie en grondstofprijzen, voldoende politieke en valutaire stabiliteit – zorgen momenteel nog steeds voor een gunstig beleggingsklimaat, hetgeen zich dit jaar vertaalt in per saldo gestaag oplopende beurskoersen met zo nu en dan een kleine kortstondige technische correctie.

Het middellange termijnperspectief van onze ondernemingen in portefeuille blijft onverminderd positief. Wel voorzien wij in de tweede helft van dit jaar lichte margedruk ontstaan uit hoofde van de 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. Daarnaast zullen de bedrijven die actief zijn in Amerika, dat zijn al onze participaties behalve Sif Group, naar verwachting vanaf 2019 fors minder belasting gaan betalen wat de winstgroei nog verder zal gaan stuwen.

Per eind november noteerde de portefeuille tegen een gewogen K/W-verhouding 2018 van 15,4x en bedraagt het gewogen bruto dividendrendement circa 4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 7 december 2017

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen