

## MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2017

### Inleiding

In september pakte de Nederlandse aandelenmarkt de stijgende tendens weer op na de milde correctie van augustus. De AEX-Index steeg 4,1% naar 537,06, de Amsterdam Midkap Index klom 5,4% naar 826,02 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 4,2% toe op 1041,03.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in september 4,7% van € 51,67 naar € 54,11. Over de eerste negen maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +23,4%. Het fondsvermogen per 2 oktober 2017 bedroeg € 99,7 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 100,9 miljoen was belegd in 16 participaties. Dientengevolge was er een debet positie van 1,2% van het fondsvermogen.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 oktober 2017 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 54,38
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 54,11
Fondsvermogen	€ 99.720.314
Aantal uitstaande aandelen	1.843.049

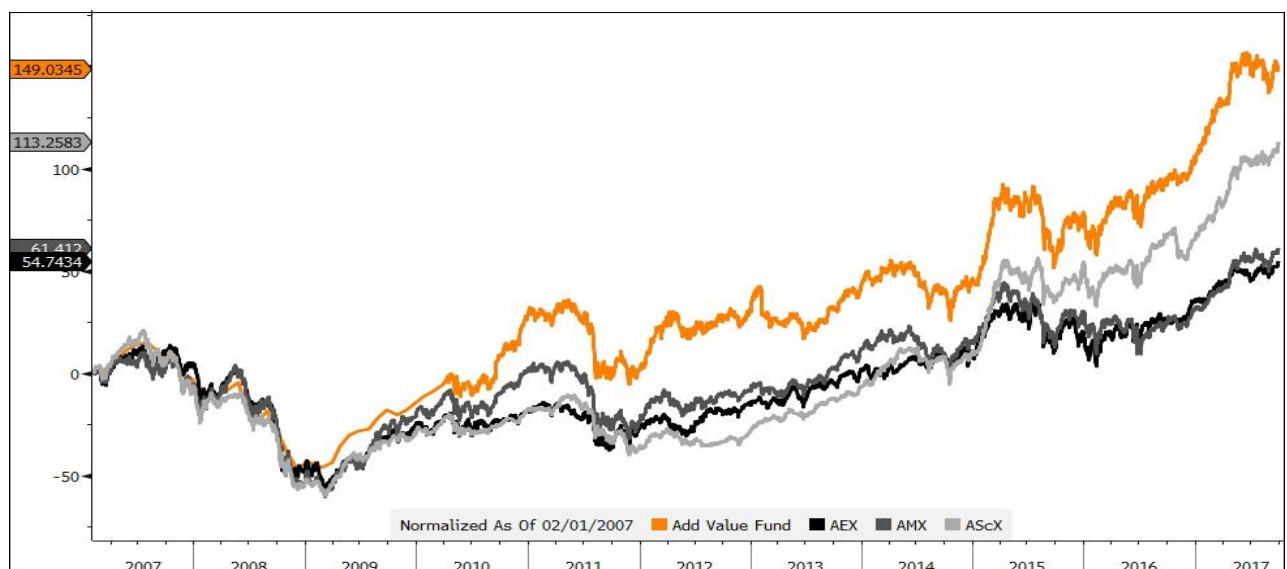
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+23,37	+149,03
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+14,49	+54,74
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+22,94	+61,41
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+28,60	+113,26

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 29/9/2017

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/9/2017)

Peildatum: 29/9/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+93,6	+53,9	+25,9	+8,1
2.	TKH Group	+58,0	+36,6	+13,0	+11,0
3.	ASM International	+46,9	+1,7	+4,9	+8,3
4.	Neways Electronics Intl.	+44,8	+10,5	-3,8	-2,7
5.	Koninklijke Brill	+42,7	+15,6	+9,5	+4,9
6.	Hunter Douglas	+42,5	+11,4	-5,8	+2,3
7.	Kendrion	+36,1	+23,5	+3,3	+3,6
8.	Aalberts Industries	+34,8	+16,9	+17,3	+9,4
9.	Nedap	+32,8	+2,3	+2,2	+2,8
10.	Sif Group	+28,3	-11,2	-3,5	+14,8
11.	Lucas Bols	+15,6	+7,6	-10,3	-2,1
12.	Accell Group	+15,5	+1,9	-8,8	+1,4
13.	Acomo	+11,8	+5,4	-13,0	0,0
14.	Brunel International	-13,5	-11,6	+10,0	+20,4
15.	Flow Traders	-16,0	-23,0	-5,8	-0,2
16.	Koninklijke Vopak	-20,6	-9,2	-8,6	+4,4

- 1) In september realiseerden 12 van de 16 participaties (= 75%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 16 participaties (= 81%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **Brunel International** en **Sif Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Het betrof een technisch koersherstel dat werd aangezwengeld door een herstel in de olieprijs;
- 3) **Neways Electronics International** en **Lucas Bols** noteerden een licht koersverlies. In beide aandelen is al enige tijd sprake van aanhoudende verkoopdruk van grotere aandeelhouders. De beleggingsperspectieven voor beide ondernemingen beoordelen wij onveranderd als positief.

Mutaties in de portefeuille

In september hebben wij de positie in **Flow Traders** verder uitgebreid. Daarentegen zijn de belangen in **Aalberts Industries**, **Acomo** en **Kendrion** enigszins verkleind.

Bedrijfsnieuws

Chipmachineproducent **ASM International** meldde op 22 september dat een start is gemaakt met een nieuw aandeleninkoopprogramma ('SBB' – share buy back) ter grootte van € 250 miljoen. Deze SBB volgt op de verkoop van een 5%-pakket in ASM PT op 24 april jl., die een opbrengst van circa € 248 miljoen opleverde, en waarmee ASMI haar belang in de backend-producent verkleinde van 39 naar 34%. Het vorige aandeleninkoopprogramma dat werd gestart op 26 oktober 2016 had een omvang van € 100 miljoen en werd op 31 augustus jl. afgerond. Gedurende deze periode werden 1.997.522 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 50,06. De nieuwe SBB is derhalve beduidend groter dan het zojuist afgeronde programma. Bovendien streeft ASMI ernaar om de inkoop van eigen aandelen versneld uit te gaan voeren. De nieuwe SBB dient uiterlijk op 25 november 2018 te zijn afgerond, maar in het begeleidende persbericht stelt ASMI 'that it strives to complete the program well before that date'. In de laatste week van september kocht ASMI dagelijks voor een bedrag van circa € 2,1 miljoen eigen aandelen in. Tegen een gemiddelde koers van € 52,44 per aandeel werden aldus 240.237 aandelen ingekocht, gemiddeld ongeveer 40.000 stuks per handelsdag. Ter vergelijking, gedurende de laatste SBB werden dagelijks gemiddeld ruim 9.000 aandelen teruggekocht (en vervolgens ingetrokken). Indien dit inkoopvolume lineair wordt voorgezet duurt het 20 weken voordat de huidige SBB zal zijn afgerond. Uitgaande van een onveranderde inkoopprijs van circa € 52,44 per aandeel zou zodoende ruim

8% van het aantal uitstaande aandelen in deze periode worden teruggekocht. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2017 op € 3,50, maar verhogen de taxatie 2018 van € 3,85 naar € 4,10 (+6,5%) vanwege het naar verwachting lagere aantal gemiddeld uitstaande aandelen. Tegen de huidige beurskoers van € 54,20 wordt zodoende 13,2x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen ASMI betaald. De sum-of-the-parts van ASMI bestaat uit de volgende drie componenten: (1) 34%-belang in ASM PT (2) de vrije netto kaspositie van ASMI en (3) de genormaliseerde waarde van de kernactiviteiten en bedraagt thans ongeveer € 62,50 per aandeel. Derhalve bedraagt de discount van de huidige beurskoers ten opzichte van deze benaderde waarde ruim 13%.

Op 5 september jl. is de nieuwe productielocatie van de Veluwe Machine Industrie (VMI) in Leszno, Polen, officieel geopend door de heer Lukasz Borowiak, burgemeester van Leszno, en Alexander van der Lof, voorzitter van de Raad van Bestuur van technologiebedrijf **TKH Group**, waar VMI deel van uitmaakt. De faciliteit, gebouwd op een terrein van 8 hectare, omvat 13.500 m<sup>2</sup> productieoppervlakte, magazijn en kantoren. Na de 'eerste steen'-ceremonie in november 2016 duurde de bouw slechts acht maanden. Op dit moment biedt de locatie werk aan 70 personen. Dit zal naar verwachting naar meer dan 150 werknemers groeien medio 2018. In de moderne productielocatie wordt volgens de laatste Lean-principes geproduceerd en de locatie is volledig voorbereid op toekomstige capaciteitsuitbreiding. VMI Polen is een belangrijk onderdeel in de groeistrategie van VMI en in het realiseren van haar ambitieuze plannen. De nieuwe locatie helpt de levertijden van de innovatieve systemen van VMI te verkorten, terwijl het competitieve kostenniveau wordt behouden. De productielocatie opereert naast de reeds bestaande locaties van de VMI Group, die nu in acht landen en op vier continenten locaties heeft. In een aanvullend commentaar stelt Harm Voortman, CEO van VMI Group dat de nieuwe productielocatie de wereldwijde productiecapaciteit van VMI in lijn brengt met de huidige orderintake-volumes en tevens in staat stelt om de groep voor te bereiden op verdere groei. Het streven om de markt innovatieve oplossingen te leveren is daarnaast duidelijk zichtbaar in de ultramoderne faciliteit.

TKH Group meldde voorts de verkoop van haar 5,06%-belang in **Nedap** aan participatiemaatschappij Teslin Capital Management. De desinvestering van het belang, in 2010 aangekocht voor € 18,50 per aandeel, hangt samen met een verder ingezette focus bij TKH op haar kerntechnologieën in samenhang met de zeven verticale groeimarkten. De transactie leidt tot een eenmalige netto bate van € 5,8 miljoen, bij een verkoopprijs van € 35,75,- per aandeel.

Exclusief deze netto bate hanteren wij voor geheel 2017 een taxatie van de winst per aandeel van € 2,30 (2016: € 2,25), terwijl wij voor 2018 een duidelijke versnelling van de winstgroei verwachten richting € 2,95 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 54,- wordt 18,3x de verwachte winst 2018 voor de aandelen TKH Group betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 2,7%.

Wij hebben het belang in ETP-liquidity provider **Flow Traders** in de verslagmaand verder uitgebreid tot 475.000 aandelen, overeenkomend met ruim 1% van het aandelenkapitaal van de onderneming. De performance van het aandeel blijft *year-to-date* met -32% 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 ultra lage koersvolatiliteit en tevens bescheiden *velocity*, hetgeen in het eerste halfjaar heeft geresulteerd in een winst per aandeel van € 0,56, precies de helft van het resultaat van H1 2016 van € 1,12. Indien deze relatieve performance zich zou voortzetten in H2 2017, zou voor geheel 2017 een winst per aandeel van € 0,99 in beeld komen. Uitgaande van een pay-out ratio van 70% van de

netto winst zou het dividend alsdan op € 0,69 per aandeel uitkomen, hetgeen bij de huidige beurskoers van € 21,15 een dividendrendement van 3,3% zou betekenen. Voor 2018 zijn de perspectieven voor het schuldenvrije Flow Traders naar onze indruk zodanig positief, dat een behoorlijk 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 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 € 21,15 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 september bedroeg de totale shortpositie 3,41% van het aantal uitstaande aandelenkapitaal. Bij een free float van 71,3% betekent dit dat een kleine 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 – ruim € 10,- of 34% 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 11% in de portefeuille eveneens worden beschouwd als een *'hedge'* tegen een plotselinge toename van de volatiliteit op financiële markten, die naar verwachting de overige 89% van onze portefeuille niet geheel onberoerd zal laten.

Funderingsspecialist **Sif Group** heeft samen met strategisch partner Smulders een Preferred Supplier en Early Works Agreement getekend voor het ontwerpen en fabriceren van 90 monopiles en verbindingstukken, almede twee fundaties voor de substations voor het Triton Knoll offshore windpark in het Verenigd Koninkrijk. Voor het ontwerpdeel van de opdracht is het toonaangevende Britse ingenieursbureau Atkins geselecteerd. Het offshore windpark Triton Knoll wordt ontwikkeld door een joint venture van Innogy Renewables UK Ltd. en Statkraft AS. Het windpark ligt 32 kilometer voor de kust van Lincolnshire en 50 kilometer uit de kust van het noorden van Norfolk. Triton Knoll wordt een van de meest kosteneffectieve windenergieprojecten in Britse wateren en zal met 90 turbines duurzame, hernieuwbare energie leveren aan meer dan 800.000 huishoudens in het Verenigd Koninkrijk. Voor Sif impliceert de opdracht een totaalgewicht van 56 kiloton, waarvan de fabricage naar verwachting in Q1 2019 zal aanvangen, volgend op het afronden van de financiële overeenkomst van het project medio 2018.

Sif meldde voorts een strategische samenwerking met Century Windpower Co. Ltd. uit Taoyuan City in Taiwan voor de vorming van een joint venture om monopiles en verbindingstukken te produceren voor de Taiwanese offshore windmarkt. De Taiwanese overheid heeft hoog ingezet om per eind 2025 de status van 'non-nuclear homeland' te bereiken en derhalve stevig te investeren in hernieuwbare energie-initiatieven. Daartoe dient in totaal voor 3 Gigawatt aan offshore wind-capaciteit te worden geïnstalleerd gedurende de komende acht jaar. De beide joint venturepartners willen tezamen bijdragen aan het realiseren van deze ambitieuze doelstelling. Tot het moment dat er in de Taiwanese markt een structurele vraag naar offshore wind monopile funderingen ontstaat, zullen de monopiles en verbindingstukken worden gefabriceerd op de productielocaties van Sif in Nederland en worden geassembleerd en gecoat door Century Windpower in Taiwan. Vorige maand rapporteerde Sif Group halfjaarcijfers die achterbleven bij de marktverwachting. De contributiemarge steeg weliswaar met 14,1% van € 65,2 miljoen naar € 74,4 miljoen, maar het EBITDA-resultaat, gecorrigeerd voor de kosten van de IPO in 2016, daalde met 8,7% van € 36,9 miljoen naar € 33,7 miljoen. Deze teruggang was het gevolg van hoger dan verwachte kosten bij de inwerkingstelling van de nieuwe productiecapaciteit op de Maasvlakte 2. Bovendien lag de productiviteit door de opstartproblematiek evenmin op het gewenste niveau. In H1 2016 was juist sprake van uitstekende projectresultaten. Ook voor H2 2017 voorziet het management nog een negatief effect uit hoofde van deze opstartkosten. Naar verwachting zal dit effect ongeveer half zo groot zijn in de jaar-op-jaarvergelijking (H2 2017 vs H2 2016) dan in de eerste jaarhelft (H1 2017 vs H1 2016). Het orderboek en de pijplijn met potentieel nieuwe orders zijn de belangrijkste indicatoren voor het toekomstig perspectief van Sif. De projecten Albatros en Borkum II hebben zorggedragen voor een capaciteitsbezetting van 109 kiloton voor 2018. Echter, andere projecten, zoals St Nazaire en Courseulles in Frankrijk en Fryslân in Nederland, die voor 2018 op het programma stonden, zijn doorgeschoven naar 2019 voornamelijk vanwege milieuaspecten. Weer andere projecten, zoals Borssele in Nederland, zijn om andere redenen voorlopig uitgesteld. Omdat Sif de productiecapaciteit per eind 2017 heeft opgeschaald naar 300 kiloton, dreigt voor 2018 enige onderbezetting als gevolg van de doorgeschoven orders. Daarentegen lijkt het middellange termijnperspectief voor Sif Group onaangetast. Immers, de pijplijn voor de jaren 2019 – 2023 is zeer goed gevuld met projecten omdat de offshore windindustrie wereldwijd kan rekenen op een groeiende belangstelling. In concreto betekent dit dat wij onze taxatie van de winst per aandeel 2017 en 2018 neerwaarts hebben aangepast naar respectievelijk € 1,40 (voorheen: € 1,65) en € 1,00 (was: € 1,35). Voor 2019 gloort echter een fraai perspectief naar € 2,00 per aandeel, omdat over anderhalf jaar de met de opstartfase van Maasvlakte 2 samenhangende extra kosten verleden tijd zullen zijn. Tegen de huidige beurskoers van € 17,70 wordt 17,7x de getaxeerde winst 2018 en 8,9x de verwachte winst 2019 voor de aandelen Sif Group betaald.

Detacheerder **Brunel International** meldde de overname van de Australische uitzendspecialist SES Labour Solutions die met circa 300 FTE's een jaaromzet van AU\$ 35 miljoen (€ 23,5 miljoen) realiseert. SES Labour Solutions is gespecialiseerd in de selectie, opleiding en plaatsing van specialisten in de Mining-, olie & gas- en constructiesector. De onderneming is in 2011 opgericht en maakt momenteel een sterke groei door. Door deze overname versterkt Brunel International haar positie in specifieke marktniches in de internationale arbeidsmarkt. SES Labour Solutions zal in eerste instantie onderdeel uitmaken van de divisie Global Business, waarvan de resultaten de laatste jaren sterk onder druk stonden als gevolg van de dalende olieprijs. Binnen afzienbare termijn zal Brunel International overgaan naar een rapportagesysteem dat per regio wordt aangestuurd. Wij spraken begin deze maand met het management van Brunel. Het lijkt erop dat in alle segmenten de negatieve jaar-op-jaar vergelijkingen tot het verleden behoren. In Global

Business zal vanaf Q4 2017 het accent niet meer volledig op de kwakkelende olie- en gasector liggen, maar zullen ook de activiteiten in mining, onderhoud en infra in Australië een merkbare bijdrage gaan leveren. In Nederland zal het nadelige effect van de invoering van de Wet DBA, waardoor het onaantrekkelijk voor Brunel werd om zzp'ers te detacheren, vanaf Q3 2017 eveneens uit de vergelijkende cijfers komen te vervallen. Omdat de overige Nederlandse activiteiten inmiddels volop profiteren van de hoogconjunctuur, mag voor Brunel Nederland een stevige omzet- en resultatenverbetering worden voorzien. Brunel Duitsland heeft met vakbond Verdi een nieuwe overeenkomst afgesloten, waarbij de betalingen aan gedetacheerde medewerkers in lijn komen met die van vaste medewerkers. Dit leidt op korte termijn tot een concurrentievoordeel met andere aanbieders, waardoor vanaf H2 2017 in Duitsland eveneens een omzet- en resultaatverbetering tot de mogelijkheden behoort.

CFO Peter de Laat is vol vertrouwen met betrekking tot het perspectief voor de middellange termijn. Brunel heeft ook een reputatie om na elke crisis sterker en beter terug te komen. In concrete zin streeft Brunel ernaar om in Nederland in vijf jaar tijd met 50% te groeien bij een EBIT-marge van 8%. In Duitsland is een omzetverdubbeling mogelijk bij een marge van minstens 10%. Bij de divisie Global Business is het streven de omzet van € 300 miljoen naar € 1 miljard op te voeren, waarbij een EBIT-marge van minstens 4% moet worden gehaald. Deze doelstellingen tellen op naar een EBIT op groepsniveau van circa € 110 miljoen en een nettoresultaat van circa € 77 miljoen bij een veronderstelde belastingdruk van 30%. De winst per aandeel bedraagt in dit scenario ruim € 1,50. Tegen de huidige beurskoers van € 13,20 wordt thans ruim 26x de getaxeerde winst 2018 van € 0,50 per aandeel voor de aandelen Brunel International betaald, maar slechts 8,8x het verwachte resultaat op middellange termijn. Uitgaande van een 100%-pay out – Brunel is immers schuldenvrij met een netto kaspositie van circa € 150 mln – bedraagt het toekomstig dividendrendement (op basis verwachte winst 2018) circa 3,8%.

Wetenschappelijke uitgeverij **Koninklijke Brill** meldde de acquisitie van het uitgeefprogramma van Mentis Verlag in Duitsland. Onder leiding van Dr Michael Kienecker, die in 1998 de uitgeverij oprichtte, worden momenteel 850 titels en acht actieve boekreeksen gevoerd op het gebied van de geesteswetenschappen en spraakfilosofie. Jaarlijks worden ongeveer 40 nieuwe uitgaven gepubliceerd. Mentis Verlag zal naar verwachting per 1 januari 2018 worden geïntegreerd in Brill Deutschland GmbH, waarvan de recent overgenomen imprints Ferdinand Schöningh, Wilhelm Fink en Konstanz University Press deel uitmaken. De overname wordt definitief als de lopende due diligence naar tevredenheid wordt afgerond.

Vorige maand maakte Brill melding van een gunstig verlopen eerste helft van het boekjaar 2017. De omzet nam met 11% toe van € 14,4 miljoen naar € 16,0 miljoen, waarvan 2,2%-punt een autonoom karakter had. De acquisitie van de Duitse uitgeverij Schöningh & Fink voegde 9,0%-punt toe. Voor geheel 2017 voorziet het management een gecombineerde omzettoename van meer dan 10% inclusief een autonome omzetgroei van 2 à 3%-punt en enige verbetering van de EBITDA-marge. Overigens daalde de EBITDA in H1 2017 van € 1,7 miljoen naar € 1,1 miljoen door bedrijfs- en acquisitie-gerelateerde kosten, eenmalige royaltykosten, het typische seizoenpatroon van de business van Schöningh & Fink (omzet en winst vooral in het tweede halfjaar) en voor de uitbouw van de commerciële organisatie. Het verdienmodel van Brill tendeerde in H1 2017 verder in de richting van digitaal, abonnements-gedreven en dus een groter aandeel wederkerende inkomsten. Niettemin blijft voor het jaarresultaat de eindejaar verkopen in december van cruciale betekenis. Wij hanteren een winsttaxatie 2017 van € 1,60 per aandeel (2016: € 1,49), en een 2018-taxatie van € 1,85. Tegen de huidige beurskoers van € 36,40 wordt 19,7x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Koninklijke Brill betaald. Het dividendrendement bedraagt alsdan 4,4%.

Tankopslagbedrijf **Koninklijke Vopak** meldde de verkoop van een 40%-belang in olieterminal Eemshaven aan Whitehelm Capital voor een niet nader genoemd bedrag. Vopak was tot de verkoop 50% aandeelhouder in deze terminal met joint venturepartner NIBC European Infrastructure Fund die zijn 50%-belang geheel verkoopt aan Whitehelm Capital. Vopak behoudt een 10%-belang en zal tevens de exploitatie van de terminal voor haar rekening blijven nemen. De desinvestering past in de strategie van Vopak die vooral is gericht om als onafhankelijk tankopslagbedrijf voor meerdere klanten tankterminals met hoge omslagvolumes te exploiteren. De olieterminal in de Eemshaven is vooral gericht op de opslag van strategische olievoorraden met lage omslagvolumes en past als zodanig minder goed in de filosofie van Vopak. Volgens analistentaxaties zou de verkoop voor Vopak een cashopbrengst van

circa € 40 miljoen en een boekwinst van ongeveer € 20 miljoen, circa € 0,15 per aandeel, betekenen. De buitengewone bate zal in de cijfers over het derde kwartaal 2017 die op maandag 6 november a.s. worden bekendgemaakt, worden verantwoord. Wij hanteren voor Vopak een getaxeerde winst per aandeel 2017 van € 2,40 (2016: € 2,56) exclusief de buitengewone bate en voorzien voor 2018 een winstherstel naar € 2,60 per aandeel (+8%). Tegen de huidige beurskoers van € 36,70 wordt 14,1x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Koninklijke Vopak betaald. Het bijbehorende dividendrendement bedraagt 2,9%.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 2 oktober 2017 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Hunter Douglas	13,7%
ASM International	12,9%
Flow Traders	10,8%
TKH Group	10,5%
Nedap	9,2%
BE Semiconductor Industries	8,9%
Kendrion	6,7%
Neways Electronics International	5,6%
Sif Group	4,5%
Acomo	4,2%
Overige 6 participaties	14,2%
Liquiditeiten en overige	-1,2%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

#### Vooruitzichten

De fundamentele groeidrivers voor aandelenbeleggingen – economische groei, technologische vernieuwing, lage rente, voldoende politieke en valutaire stabiliteit – zorgen momenteel voor een gunstig beleggingsklimaat, hetgeen zich dit jaar vertaalt in gestaag oplopende beurskoersen.

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

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

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 5 oktober 2017

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