

MAANDBERICHT OVER APRIL 2015

Inleiding

Na de zeer sterke performance in het eerste kwartaal 2014 toonde de Nederlandse aandelenmarkt in april per saldo een prijshoudend beeld. De AEX-index steeg met 0,3% naar 487,85, de Amsterdam Midkap Index klom 0,7% naar 749,83 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 3,7% toe op 807,97.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in april met 2,4% van € 41,68 naar € 40,66. Echter, gecorrigeerd voor het in april uitgekeerde dividend van € 0,80 per aandeel bedroeg de daling 0,5%. Het totaalrendement over de eerste vier maanden van 2015 bedraagt daarmee +25,7%.

Het fondsvermogen per 4 mei 2015 bedraagt € 66,6 miljoen, terwijl een bedrag van € 67,5 miljoen is belegd in 14 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 1,3% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 4 mei 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 40,86
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 40,66
Fondsvermogen	€ 66.573.446
Aantal uitstaande aandelen	1.637.352

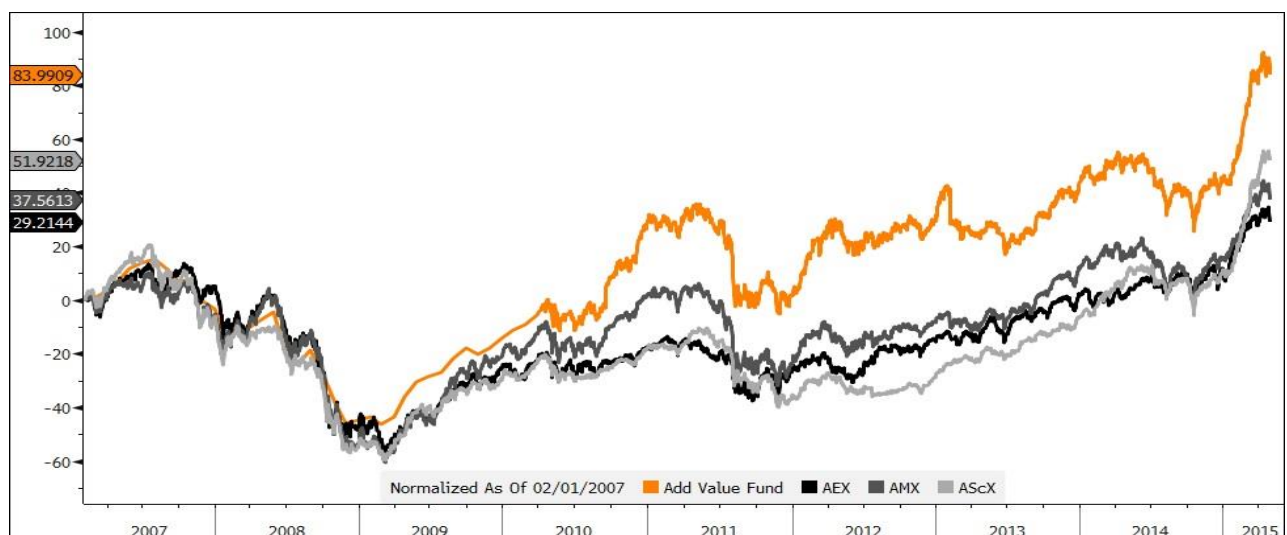
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	Cum.
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+25,71	+78,64
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+16,15	+29,21
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+18,42	+37,56
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+36,56	+51,92

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/04/2015

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/04/2015)

Peildatum: 30/04/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+107,3	+68,1	+40,9	-14,6
2.	Acomo	+41,3	+41,2	+19,7	0,0
3.	ASM International	+37,8	+36,0	+19,4	+0,8
4.	TKH Group	+32,0	+37,1	+20,0	+0,6
5.	Neways Electronics Int.	+27,7	+14,2	+21,9	-8,1
6.	Hunter Douglas	+19,5	+30,7	+21,0	+13,2
7.	Accell Group	+16,4	+31,0	+23,5	-3,7
8.	Aalberts Industries	+15,4	+30,3	+8,1	-5,4
9.	Kendrion	+13,6	+25,3	+14,6	-3,9
10.	Koninklijke Brill	+6,1	+6,5	+1,7	+1,6
11.	Nedap	-0,4	+15,2	+12,1	-4,9
12.	Koninklijke TenCate	-3,1	+15,6	+5,5	-1,2
13.	Brunel International	-25,1	+2,2	+26,9	+2,8
14.	Lucas Bols	-	-	-	+3,5

- In april realiseerden 6 van de 14 deelnemingen (= 43%) een positieve koersperformance. Zes deelnemingen (Aalberts, Accell, Kendrion, Nedap, Neways en TenCate) keerden in april dividend uit. Op een 12-maands basis noteren 10 van de 13 (exclusief Lucas Bols) ondernemingen (= 77%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerde **Hunter Douglas** bovengemiddeld in de portefeuille. Dit was het gevolg van goede cijfers over Q4 2014 en een gunstig perspectief voor 2015. In de voorgaande periode was het aandeel Hunter Douglas overigens achtergebleven bij het marktgemiddelde;
- **BE Semiconductor Industries** was in april een sterke underperformer. Dit was louter het gevolg van winstnemingen na een uitzonderlijk sterke performance in de voorgaande periode.

Mutaties in de portefeuille

In april hebben wij deels winstgenomen op de positie in **Acomo**.

Bedrijfsnieuws

ASM International, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde tevredenstellende cijfers over het eerste kwartaal 2015. De omzet steeg met 30% in vergelijking met Q4 2014 naar € 162,0 miljoen (Q4 2014: € 124,3 miljoen) en met 7,5% ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder (Q1 2014: € 150,7 miljoen). De brutomarge was stabiel op 43,3% (Q4 2014: 43,0%, Q1 2014: 43,7%). De orderingang bedroeg € 158,3 miljoen, een stijging van 3% in vergelijking met het voorgaande kwartaal (€ 154,4 miljoen), maar een daling van 8% in vergelijking met het sterke eerste kwartaal van vorig jaar (€ 172,1 miljoen). De genormaliseerde nettowinst over het eerste kwartaal 2015 kwam uit op € 66,6 miljoen, bijna € 40 miljoen hoger dan Q4 2014, hetgeen deels het gevolg was van een ruime verdubbeling van het operationele resultaat en deels door een positief valuta-effect van € 20 miljoen door de hogere US-dollar. De bijdrage van de 40%-deelneming in ASM PT was tenslotte € 4 miljoen hoger dan in het voorgaande kwartaal. Het management voorziet voor het lopende kwartaal een omzet tussen € 180 en 200 miljoen en een orderingang tussen € 160 en 180 miljoen, uitgaande van stabiele valutaverhoudingen. Traditioneel wordt geen uitspraak gedaan voor geheel 2015, gezien het beperkte zicht op de orderingang in de tweede helft van het jaar. ASMI meldde voorts dat inmiddels 60% van het aandeleninkoopprogramma, zoals dat in oktober 2014 werd aangekondigd, is afgerond. In de maand april heeft ASMI voor bijna € 28 miljoen eigen aandelen ingekocht. Met deze opvallende versnelde inkoop heeft ASMI nog € 12 miljoen van het huidige inkoop eigen aandelen programma te gaan. Gezien de onveranderd ruime kaspositie van € 422,8 miljoen per ultimo maart jl. (eind 2014: € 385,8 miljoen) – € 6,59 per aandeel – sluiten wij niet uit dat op de komende jaarlijkse aandeelhoudersvergadering op 21 mei a.s. of tijdens de halfjaarcijfers op 29 juli a.s. een

nieuw inkoopprogramma wordt aangekondigd. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2015 op € 2,95 (2014: € 2,49), waarmee de aandelen ASMI tegen de huidige beurskoers van € 43,75 en gecorrigeerd voor de netto kaspositie op 12,6 maal de verwachte winst worden gewaardeerd.

Danfoss, een Deense internationale leverancier van klimaatregeltechnologie, koeltechniek, elektronische aandrijftechnieken en industriële componenten, kondigde de internationale uitrol van AEOS aan, het beveiligingsplatform van technologieleverancier **Nedap**. In de komende vijf jaar wordt dit platform wereldwijd op alle 80 locaties geïntroduceerd. Danfoss heeft in 2014 samen met Nedap haar bedrijfsstrategie *one company, one way* vertaalt naar een centrale strategie en programma voor beveiliging en toegangscontrole. Het programma legt het fundament voor betere beveiliging door het optimaliseren van processen en de inzet van minder middelen. Danfoss is werkzaam voor klanten in verschillende industriële sectoren in ruim 100 landen en heeft ruim 22.500 medewerkers in dienst. Na een competitief selectieproces met de top van de internationale beveiligingsindustrie heeft Danfoss in 2013 Nedap als wereldwijd partner voor fysieke beveiliging gekozen. Onderdeel van dit partnership is het door Nedap ontwikkelde software gebaseerde beveiligingssysteem AEOS. Dit systeem integreert toegangscontrole, inbraakdetectie en videomanagement. Danfoss ging met Nedap in zee, omdat zij een bewezen en gestandaardiseerde aanpak biedt voor de wereldwijde implementatie van fysieke beveiliging. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel van Nedap voor 2015 op € 1,85 per aandeel (2014: € 1,46 uit gewone bedrijfsuitoefening), waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 31,50 op 17 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. Uitgaande van een pay-out ratio van 75% bedraagt het verwachte dividendrendement 4,4%.

Wij waren aanwezig op de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van **Kendrion**, wereldmarktleider op het gebied van elektromagneten. Scheidend bestuursvoorzitter Piet Veenema hield een presentatie waarin ons vermoeden van een krachtige uitgangspositie voor verdergaande groei werd bevestigd. In 2014 heeft Kendrion onder langzaam verbeterende marktomstandigheden een solide autonome groei van 9% gerealiseerd. De integratie van het in 2013 overgenomen Kuhnke werd succesvol afgerond. Daarnaast werd het grootste contract in de geschiedenis van Kendrion, een order voor elektromagneten voor schokdempers, verkregen. Mede door dit contract zullen omzet en winst, vooral vanaf 2016, duidelijk kunnen doorgroeien naar een hoger niveau. Er werd in het licht van deze expansie een nieuwe kredietfaciliteit van € 150 miljoen afgesloten. Met de overname van Steinbeis Mechatronik GmbH in Ilmenau (Duitsland) onderstreepte Kendrion de ambitie om ook te groeien in de kennisintensieve sector mechatronica. Wij hebben er alle vertrouwen in dat Kendrion er de komende jaren in zal slagen de geformuleerde financiële doelstellingen te realiseren. Het betreft concreet een autonome groei van tenminste 10% per jaar (2014: 8,6%), een rendement op omzet van meer dan 10% (2014: 7,7%) en een rendement op investeringen (inclusief goodwill) van circa 17,5% (2014: 13,0%). Daarbij beschikt Kendrion over een sterke balansstructuur (solvabiliteit: 46%), terwijl ook de Net debt/EBITDA verhouding met 1,68 ruim binnen de toegestane ruimte van 3,00 ligt. Wij handhaven onze winsttaxaties per aandeel op circa € 1,90 voor 2015 (2014: € 1,56) en € 2,20 voor 2016. Tegen de huidige beurskoers van € 27,80 wordt thans 14,6 maal de verwachte winst 2015 voor de aandelen Kendrion betaald. Bij een traditionele pay-out ratio van 50% van de nettowinst bedraagt het dividendrendement alsdan 3,4%.

BE Semiconductor Industries, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde sterke cijfers over het eerste kwartaal van 2015. De omzet steeg met 6,6% naar € 94,9 miljoen in vergelijking met Q4 2014 (€ 89,0 miljoen) en met 35,6% ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder (Q1 2014: € 70,0 miljoen), gedragen door een toegenomen vraag naar TCB (Thermo Compression Bonding) en overige *die attach systemen* voor toepassingen in smart phones, automotive en memory. De orderingang bedroeg € 104,2 miljoen, een toename van 28% in vergelijking met het voorgaande kwartaal (Q4 2014: € 81,4 miljoen) en een teruggang van 6,2% in vergelijking met het zeer sterke eerste kwartaal 2014 (€ 111,1 miljoen). De brutomarge bereikte een recordhoogte van 49,0% (Q4 2014: 43,8%, Q1 2014: 42,3%), gedreven door een hogere efficiency, betere productmix, een gunstige euro/US-dollar verhouding en een lagere voorziening voor voorraden. De nettowinst kwam uit op € 17,5 miljoen, hetgeen € 2,2 miljoen minder was dan in Q4 2014 vanwege het niet terugkeren van een belastingbate van € 7,5 miljoen. Ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder was er een stijging van € 10,5 miljoen, met name door de hogere omzet in combinatie met een verbeterde

marge, alsmede het niet terugkeren van een reorganisatievoorziening. De netto kaspositie steeg jaar-op-jaar van € 72,8 miljoen naar € 133,1 miljoen (+82,8%), ofwel € 3,32 per aandeel. Als de beurskoers verder terugvalt (april -15%) sluiten wij niet uit dat BESI net als ASMI een inkoop eigen aandelen programma zal gaan starten. BESI kocht in de periode april 2011 tot en met mei 2013 ook al eigen aandelen in.

Net als voorgaande jaren beperkt het management van BESI zich tot een prognose voor het komende kwartaal. Voor Q2 2015 wordt een omzetstijging van 10 tot 15% voorzien in vergelijking met Q1 2015, terwijl voor de eerste helft van 2015 zowel een omzet- als winststijging in vergelijking met H1 2014 in het vooruitzicht wordt gesteld. Wij handhaven onze winsttaxatie voor 2015 op € 2,15 per aandeel (2014: € 1,87). Tegen de huidige beurskoers van € 24,15 wordt daarmee 11,2 maal de verwachte winst voor de aandelen BESI betaald. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 80% komt het dividendrendement alsdan op 7,6%.

In een kwalitatief trading statement meldde **Aalberts Industries** een goede start van het jaar in het eerste kwartaal van 2015. Er was sprake van autonome groei in vergelijking met het eerste kwartaal van 2014, terwijl voortgang werd geboekt met het Operational Excellence Program. De integratie van de vorig jaar overgenomen bedrijven Nexus Valve, Flamco en Impreglon verliep volgens plan. In *Building Installations* meldde Aalberts de eerste tekenen van herstel in sommige Europese landen. Hier ligt voor de groep op middellange termijn een fors herstell potentieel. In Noord-Amerika werd een goed resultaat behaald ondanks dat enkele projecten werden uitgesteld. In *Climate Control* werd een mooie groei geboekt in vergelijking met Q1 2014, waaraan Nexus Valve en Flamco hun steentje bijdroegen. Aalberts zoekt in dit segment naar geschikte overnamekandidaten om de productaanbieding verder te kunnen verbeteren. Binnen *Industrial Controls* ontwikkelden de semiconductor activiteiten zich voorspoedig. In de markt voor district energie en olie & gas was sprake van een gezonde orderingang in applicaties met een hoge toegevoegde waarde. Daarbij was er wel een lagere projectactiviteit in de Russische markt. De precisietechnologie en de hoge druk gassen activiteiten kenden een goede start van het jaar, terwijl de dispense systemen voor de bier- en softdrinkmarkt gretig aftrek vonden. In de *Industrial Services* bleven de Duitse automotive activiteiten zich op een hoog en stabiel niveau ontwikkelen en was er een stevige groei in Oost-Europa en Azië. De markt voor machinebouw kende een trage start van het jaar, maar herstelde zich gedurende het kwartaal. De activiteiten in de turbine- en aerospacemarkt lagen op een zeer hoog niveau, met name in Noord-Amerika. De integratie en optimalisatie bij Impreglon maakte een goede voortgang. Het management herhaalde de eerdere prognose van een voortgaande groei in geheel 2015, waarbij de nadruk ligt op een voortgaande versterking van de marktposities, versterking van de marketing- en verkoopinspanningen, een verdere implementatie van het Operational Excellence project, alsmede de optimalisatie van de recente overnames. Wij handhaven onze prognose van de winst per aandeel 2015 op € 1,70 (2014: € 1,52), waarmee de aandelen Aalberts Industries tegen de huidige beurskoers van € 27,80 op 16,4 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. Het dividendrendement bedraagt 2,2% bij een onveranderde pay-out ratio van 30%. Voor 2016 rekenen wij met een sterkere stijging van de winst per aandeel richting € 2,00, omdat dan een grotere winstbijdrage van de acquisities uit 2014 mag worden verwacht en tevens een grotere winstbijdrage van Building Installations Europe aannemelijk is.

Wij waren aanwezig op de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van **Acomo**, acroniem van Amsterdam Commodities. De groep kan wederom terugblikken op een succesvol jaar. Na een TSR (*Total Shareholder Return*) van 40,9% in 2012 en van 24,2% in 2013 werd vorig jaar een resultaat (koerswinst + dividend) van +20,9% gerealiseerd. Van de nettowinst van € 33 miljoen kwam ruim 50% voor rekening van de specerijen- en notenafdeling die een netto resultaat van € 16,8 miljoen verantwoordde op een omzet van € 307 miljoen. Een goede tweede was de sector Eetbare zaden die bij een licht gestegen omzet van € 159 miljoen een 25% hogere nettowinst van € 11,1 miljoen realiseerde. De kleinere segmenten Thee en Food Ingredients presteerden eveneens beter dan in 2013. Bij thee werd weliswaar een ruim 8% lagere omzet geboekt, maar steeg de nettowinst met ruim 4% naar € 3,7 miljoen door een betere efficiency. De kleinste activiteit, Food Ingredients, boekte een mooie 12% omzetgroei tot € 22,9 miljoen en een 10% beter resultaat van € 1,4 miljoen. De verhuizing naar een nieuw onderkomen in Ruddervoorde (België) biedt de komende jaren ruimte voor autonome omzetgroei en margeverruiming. Acomo rapporteert de laatste jaren uitstekende rendementen van rond 20% voor de Return On Net Capital Employed (RONCE). De pay-out ratio werd over 2014 verhoogd van 65,6% naar 78,8%, waarbij ervoor werd gekozen om het interim- en slotdividend een betere afspiegeling te laten zijn van het

kasstroomverloop door het jaar heen. Zodoende kwam het slotdividend op € 0,70 per aandeel uit, waar het interim-dividend in het najaar van 2014 op € 0,40 per aandeel was vastgesteld. Met een totale uitkering van € 1,10 per aandeel bedraagt het dividendrendement op het aandeel Acomo tegen de huidige beurskoers van € 25,10 bijna 4,4%. Wij houden rekening met een licht hoger resultaat in 2015, waarbij de invloed van een eventuele acquisitie niet is inbegrepen. Het eerste kwartaal 2015 heeft een, in vergelijking met Q1 2014, hoger resultaat opgeleverd en ligt in lijn met de uitkomst van Q4 2014. De hogere US-dollar tegen de euro heeft mede tot dit hogere resultaat geleid. Acomo zegt wel enige hinder te ondervinden van de sterke dollarkoers bij de export van (Amerikaanse) eetbare zaden. Voor geheel 2015 handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel op € 1,50 (2014: € 1,40), waarmee de aandelen thans tegen 16,7 maal de verwachte winst worden verhandeld.

Wij waren aanwezig op de jaarvergadering van detacheerder **Brunel International**. Belangrijk nieuws ter vergadering bleek de aanpassing van het dividendbeleid, waarbij de bandbreedte van de pay-out ratio werd verhoogd van 30 tot 60% naar 30 tot 100%. De tegelijkertijd met de AvA gepubliceerde cijfers over het eerste kwartaal 2015 gaven een voortzetting van de trend van de tweede helft van vorig jaar. De omzet daalde jaar-op-jaar met 2% tot € 334 miljoen (Q1 2014: € 341 miljoen). De brutomarge daalde licht tot 17,8% (Q1 2014: 18,2%). De operationele kosten stegen met 10% tot € 45 miljoen (+5% in constant veronderstelde valutaverhoudingen). Hierdoor daalde de EBIT met 32% van € 21,1 miljoen naar € 14,3 miljoen. De EBIT-marge kromp van 6,2% naar 4,3%. CEO Jan-Arie van Barneveld meldde dat hij vanaf H2 2015 weer groei verwacht. De uitbreiding van het aantal accountmanagers in Nederland en Duitsland en de verhoogde marketinginspanningen (sponsoring Volvo Ocean Race) zullen zich dan gaan vertalen in een krachtiger groei van de opbrengsten. In Nederland is dit reeds zichtbaar in Finance en zal dit naar verwachting ook in het hoger renderende segment Engineering gaan manifesteren, nu het management aldaar weer op orde is. Ook in Duitsland waren er het afgelopen jaar managementstrubbelingen. Jeroen Ekkel is in het najaar van 2014 teruggetreden; zijn opvolger Markus Eckhardt lijkt de neuzen bij Brunel Deutschland weer in de juiste richting te hebben gezet: Van Barneveld ziet in hem de juiste persoon om in Duitsland na enkele jaren van transformatie, de trendmatige sterke groei weer op te pakken. Ten aanzien van de grootste sector, Brunel Energy, overheerst de grootste onzekerheid door het onvoorspelbare verloop van de olieprijs. Desondanks ziet Van Barneveld een mooi perspectief voor de middellange termijn. De grote oil majors (Exxon, Shell, BP, Chevron) kiezen ervoor met steeds minder toeleveranciers zaken te doen. Deze ontwikkeling is voor de sterk gepositioneerde marktleider Brunel koren op de molen gezien de krachtige financiële positie (ultimo 2014 was er een netto kaspositie van € 125 miljoen, ofwel € 2,51 per aandeel) en up-to-date IT-netwerk. Met een marktaandeel van minder dan 5% verwacht Brunel de komende jaren nog sterk te kunnen groeien ten koste van de minder sterk gepositioneerde concurrentie. Voor geheel 2015 handhaven wij een licht lagere winst per aandeel van € 0,95 (2014: € 0,99), waarbij wij overigens vanaf H2 2015 weer groei verwachten. Daarbij komt dat vanaf het tweede kwartaal wordt vergeleken met relatief zwakke kwartalen in 2014. Bovendien zal het kostenniveau in H2 2015 worden gedrukt door het achterwege blijven van de kosten voor de Volvo Ocean Race (H1 2015: geschat nog circa € 4,5 miljoen) en stabiele IT-kosten. Wij verwachten voorts dat over 2015 een pay-out ratio van 100% tot de mogelijkheden behoort. Tegen de huidige beurskoers van € 19,30 komt het dividendrendement in deze projectie op 4,9%.

Technisch textielspecialist **Koninklijke TenCate** heeft in het eerste kwartaal van 2015 een omzetstijging van 20% gerealiseerd. Op autonome basis, gecorrigeerd voor onder andere de gestegen koers van de dollar, was de groei 9%. De sterke omzetgroei in Q4 2014 op het gebied van composietmaterialen en kunstgras heeft zich voortgezet in het eerste kwartaal van 2015. De EBITA kwam uit op € 9,7 miljoen tegen € 5,5 miljoen in Q1 2014 (+76%). De hogere marge en de winstverbetering werden gedreven door de hogere omzet van TenCate Defender M (vlamwerende stoffen voor gevechtuniformen) en kunstgras. Bij de armour-activiteiten bleef winstherstel nog uit. De in gang gezette reorganisatie is hier gericht op het bereiken van een substantieel lager break-even point. De netto schuld bedroeg € 236,5 miljoen aan het eind van het eerste kwartaal. De stijging van € 20,1 miljoen sinds eind 2014 is vooral het gevolg van de sterk gestegen dollarkoers. Voor het gehele jaar 2015 handhaaft TenCate de verwachting dat de autonome omzetgroei vergelijkbaar zal zijn met die van 2014 (+4%). Deze gehandhaafde prognose impliceert een groeivertraging in het restant van dit jaar, welke niet los kan worden gezien van TenCate's grote afhankelijkheid van de besteding van

overheidsbudgetten (Defender-M, Geosynthetics, Armour en kunstgras). Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2015 op € 1,35 (2014: € 0,91), waarmee de aandelen TenCate tegen de huidige beurskoers van € 20,80 op 15,4 maal de verwachte winst worden gewaardeerd.

Neways Electronic International, internationale speler op het gebied van Electronic Manufacturing Services (EMS), heeft in het eerste kwartaal van 2015 een hogere omzet en winst gerealiseerd ten opzichte van het eerste kwartaal van 2014. De omzet- en winstgroei werd veroorzaakt door het consolidatie-effect van de vorig jaar overgenomen BuS Group. De omzet kwam uit op € 95,8 miljoen, een stijging van 41% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar (€ 68,1 miljoen). Autonom bleef de omzet met 5% achter bij het relatief sterke eerste kwartaal 2014. Ten opzichte van het vierde kwartaal 2014 was er met een autonome omzetstijging van 15% duidelijk sprake van herstel, met name door een goede ontwikkeling van de vraag in de sectoren automotive, halfgeleider en industrieel. Het jaar 2015 is hiermee voor Neways goed van start gegaan. De overname van BuS Group, die in de tweede helft van 2014 werd geëffectueerd, draagt bij aan een meer gelijkmatige en bredere spreiding over de verschillende marktsectoren. De integratie van BuS Group verloopt volgens planning. De orderportefeuille steeg met 6% naar € 165,4 miljoen per ultimo maart 2015 (per ultimo 2014: € 155,9 miljoen). Door de overname van BuS Group is ook in de orderportefeuille een duidelijk betere verdeling van de diverse klantengroepen waar te nemen. In de eerste maanden zijn geen significante wijzigingen opgetreden in de financiële positie van Neways. De EMS-markt heeft zich in de eerste maanden van 2015 verbeterd en laat een duidelijk rustiger beeld zien ten opzichte van de grillige tweede helft van 2014. In 2015 zal verdere aanscherping van bedrijfsprocessen en samenwerking om de capaciteitsbezetting door de groep heen te verbeteren een speerpunt zijn. De voortgaande integratie van BuS Group zal naar verwachting verder bijdragen aan de stabiliteit en het verbeterpotentieel van de resultaten van Neways in 2015 en de daaropvolgende jaren. Wij taxeren voornamelijk een winst per aandeel 2015 van € 0,90 (2014: € 0,63), waarvan een dividend van € 0,36 per aandeel kan worden uitgekeerd. Bij een beurskoers van € 9,- komt de K/W-verhouding alsdan op 10 maal de verwachte winst 2015 en bedraagt het dividendrendement 4,0%. Onze prognose kan heel wel te conservatief blijken te zijn, nu de tekenen van herstel in de voor Neways belangrijke halfgeleidersector zich manifesteren en de winstbijdrage van BuS voor een geheel jaar zal meetellen. Echter, de EMS-markt staat bekend om zijn grilligheid, zodat wij thans volstaan met voorzichtige aannames.

In het eerste kwartaal van 2015 heeft de omzet van wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill** zich naar verwachting ontwikkeld en bleef iets achter bij die van het voorgaande jaar. In 2014 was de onderneming het jaar voortvarend begonnen, omdat toen een groter dan gebruikelijk aantal tijdschriftafleveringen was gepubliceerd en de verkoop van boeken duidelijk was meegevallen. De trend waarbij bibliotheken voor tijdschriften de combinatie van print en elektronisch inruilen voor de goedkopere optie van enkel en alleen elektronisch zet zich ook dit jaar door. Niettemin liggen de abonnementsontvangsten tot op heden voor op vorig jaar. Voor komende jaren wordt gewerkt aan groei in dit segment door omvorming van onregelmatige boekenseries naar tijdschriften en de verwerving en eigen ontwikkeling van nieuwe titels. Ook wordt gerekend op groei bij de vier volledig Open Access tijdschrifttitels die vorige zomer werden gelanceerd. Per april is een bescheiden kantoor geopend in Singapore van waaruit een uitgezonden medewerker de uitgeef- en verkoopactiviteiten in Azië zal ondersteunen. Gewaarschuwd door een tegenvallende omzet tegen het einde van het vorig jaar, worden maatregelen genomen de kosten beter te beheersen en de verkoop- en prijsmodellen te optimaliseren. Indien Brill erin slaagt de voorgestelde maatregelen snel te implementeren, achten wij voor 2015 een winstverbetering tot € 1,45 per aandeel een realistisch scenario (2014: € 1,31). Uitgaande van een pay-out ratio van 85% komt het getaxeerde dividend alsdan op € 1,23. Tegen de huidige beurskoers van € 25,50 worden de aandelen Brill gewaardeerd op 17,6 maal de verwachte winst en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 4,8%.

Fietsenproducent **Accell Group** is het jaar 2015 goed van start gegaan. De omzet en het resultaat in de eerste maanden van het jaar zijn toegenomen ten opzichte van dezelfde periode van 2014. De weersomstandigheden in Europa waren gunstig voor de fietsverkoop. De aansprekende en kenmerkend innovatieve collecties van Accell Group hebben ertoe geleid dat de omzet meer steeg dan verwacht. De verkopen van elektrische fietsen in Nederland en Duitsland namen toe. Ook in landen waar de markt voor elektrische fietsen nog beperkt is, zoals Frankrijk, Groot-

Britannië en Scandinavië, wint deze fiets aan populariteit. Daarnaast ziet het management een duidelijke stijging in de vraag naar sportieve fietsen en is de omzet van onderdelen & accessoires, mede als gevolg van de recente acquisities van Comet in Spanje en CSN in Denemarken, toegenomen. De gerealiseerde hogere omzetten hebben bijgedragen aan de stijging van het operationeel resultaat in de eerste maanden van 2015. Het management handhaaft de eerder uitgesproken verwachting voor 2015 van een verdere stijging van omzet en resultaat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,20 (2014: € 1,06). Tegen de huidige beurskoers van € 16,80 wordt daarmee 14 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Accell Group betaald. Het dividendrendement bedraagt 4,1%, waarbij wij uitgaan van een gelijke pay-out ratio van 58% in vergelijking met 2014.

De omzet van gedistilleerd producent **Lucas Bols** over het boekjaar eindigend op 31 maart 2015 (boekjaar 2014/2015) bedroeg € 77,7 miljoen, een lichte daling ten opzichte van € 78,7 miljoen in het boekjaar 2013/2014. Valuta-effecten hadden een negatieve impact van € 0,6 miljoen op de omzet, voornamelijk door de zwakkere Japanse yen en Russische roebel, hetgeen deels werd gecompenseerd door de sterkere Amerikaanse dollar. Autonoom lag de omzet ongeveer in lijn met die van het vorige boekjaar. De autonome groei van het bedrijfsresultaat over het boekjaar 2014/2015 (exclusief valuta-effecten en kosten beursgang) zal naar verwachting ongeveer 5% zijn. De definitieve resultaten over 2014/2015 worden op 24 juni a.s. bekendgemaakt. De opbrengsten van de beursgang zijn gebruikt voor herfinanciering van de onderneming waardoor de netto schuld is verlaagd tot € 61 miljoen per 31 maart 2015 van € 116 miljoen op 30 september 2014. Omdat de resultaten over het boekjaar 2014/2015 nog zeer vertekend zijn door de zwaar gefinancierde balans en de kosten van de beursgang van begin februari dit jaar, kijken wij bij de beoordeling van de waardering van het aandeel Lucas Bols naar de conservatieve prognose voor het boekjaar 2015/2016. Uitgaande van een omzet van circa € 83 miljoen en een nettowinst van circa € 17 miljoen kan een winst per aandeel van circa € 1,35 worden berekend. Bij een pay-out ratio van 50% past een dividend van € 0,68 per aandeel, hetgeen bij de huidige beurskoers van € 18,50 leidt tot een dividendrendement van 3,7%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 4 mei 2015 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	13,0%
TKH Group	11,4%
ASM International	11,1%
Nedap	10,3%
Kendrion	10,1%
BE Semiconductor Industries	9,6%
Aalberts Industries	8,5%
Acomo	7,6%
Brunel International	7,1%
Koninklijke TenCate	4,8%
Overige 4 deelnemingen	7,8%
Totaal	101,3%

Vooruitzichten

De laatste weken van april hebben een fase van winstnemingen ingeluid na de sterke rally van het eerste kwartaal van 2015. Tot nu toe zien wij een tevredenstellende ontwikkeling bij onze deelnemingen die zich vertaalt in een goede gang van zaken in het eerste kwartaal van het lopende boekjaar. Daarmee is een solide basis gelegd voor een voorspoedige omzet- en winstgroei in geheel 2015. Onder voorbehoud van externe excessen op geopolitiek en/of valutair gebied voorzien wij een voorspoedige ontwikkeling van de resultaten in de komende kwartalen.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Voor geheel 2015 voorzien wij, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een ruime dubbelcijferige gemiddelde winstgroei in onze portefeuille, waarbij het effect van mogelijk omzet- en winstverhogende acquisities nog niet is inbegrepen.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2015 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 15 maal en een bruto dividendrendement van 3,8%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 mei 2015