

## MAANDBERICHT OVER JULI 2015

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt eindigde de maand juli hoger bij overigens typerend lage zomeromzetten. De AEX-index steeg met 4,9% naar 495,23, de Amsterdam Midkap Index voegde 3,0% toe op 728,86 en de Amsterdam SmallCap Index klom 5,8% naar 810,40.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in juli met 2,3% van € 40,44 naar € 41,36. Het netto totaalrendement over de eerste zeven maanden van 2015 bedraagt daarmee +27,8%.

Het fondsvermogen per 3 augustus 2015 bedraagt € 67,1 miljoen, waarvan een bedrag van € 66,2 miljoen is belegd in 14 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 1,4% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 augustus 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 41,56
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 41,36
Fondsvermogen	€ 67.115.774
Aantal uitstaande aandelen	1.622.816

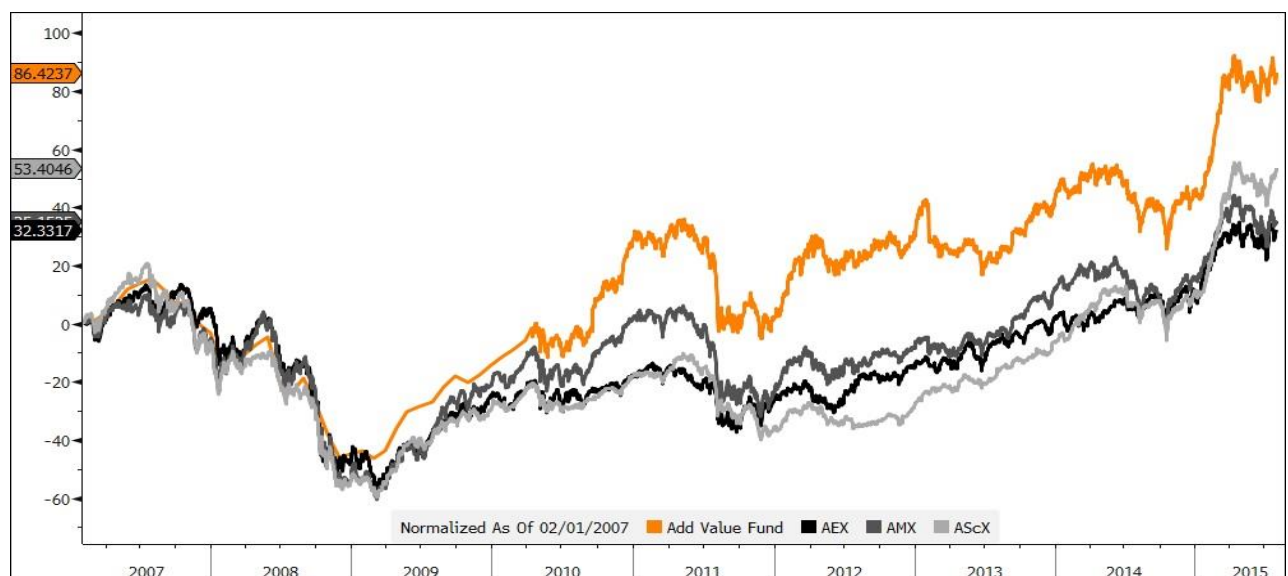
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	Cum.
<b>Add Value Fund</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-20,34</b>	<b>+27,80</b>	<b>+8,89</b>	<b>+1,99</b>	<b>+27,84</b>	<b>+81,44</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+18,95	+32,33
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+16,34	+35,15
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+37,89	+53,40

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/07/2015

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/07/2015)

Peildatum: 31/07/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+74,0	+19,9	-14,9	-13,1
2.	TKH Group	+66,4	+41,6	+18,0	+4,1
3.	Accell Group	+44,5	+47,8	+19,6	+19,8
4.	ASM International	+44,1	+12,7	-5,6	-1,1
5.	Acomo	+38,2	+11,1	-7,1	+3,5
6.	Koninklijke TenCate	+27,4	+24,8	+18,3	+32,9
7.	Aalberts Industries	+25,3	+11,6	+3,3	+7,3
8.	Kendrion	+16,7	+11,8	-2,4	+3,8
9.	Hunter Douglas	+16,2	+9,1	-9,8	-2,5
10.	Nedap	+15,4	+19,3	+6,4	+6,9
11.	Koninklijke Brill	+10,6	+6,4	+4,7	+8,8
12.	Neways Electronics Int.	-8,5	+13,3	-7,1	-1,0
13.	Brunel International	-8,9	+23,8	-2,5	+0,3
14.	Lucas Bols	-	-	-8,1	-1,7

- In juli realiseerden 9 van de 14 deelnemingen (= 64%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 11 van de 13 (exclusief Lucas Bols) ondernemingen (= 85%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Accell Group** en **Koninklijke TenCate** bovengemiddeld in de portefeuille. Accell Group rapporteerde fraaie halfjaarcijfers, terwijl een bieding van een consortium onder leiding van Gilde Buy Out Partners tot een scherpe koersstijging van TenCate leidde;
- **BE Semiconductor Industries** was in juli een *underperformer*. De halfjaarcijfers bleven licht achter bij de marktconsensus. Bovendien bleek de prognose voor het komende kwartaal lager te liggen dan verwacht. Het beleggingsperspectief op middellange termijn is evenwel onverminderd positief.

Mutaties in de portefeuille

In juli hebben wij de belangen in **Hunter Douglas** en **Kendrion** uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

In het eerste halfjaar van 2015 bedroegen de opbrengsten van technologiebedrijf **Nedap** € 86,5 miljoen tegen € 87,2 miljoen in dezelfde periode van 2014. De bedrijfswinst exclusief bijzondere lasten steeg met 7% tot € 7,2 miljoen (H1 2014: € 6,7 miljoen). De bijzondere lasten bedroegen € 0,6 miljoen en houden verband met de herinrichting van de supply chain (zie maandbericht juni 2015). De nettowinst kwam uit op € 5,5 miljoen, 3% hoger dan in H1 2014 (€ 5,4 miljoen). De ontwikkelingen bij de verschillende marktgroepen waren overwegend positief. *Security Management* kende een sterke eerste jaarhelft. De opbrengsten lagen boven het niveau van de afgelopen jaren. Klanten tonen een grotere investeringsbereidheid en kiezen steeds vaker voor een strategische lange termijn oplossing, zoals Nedap's beveiligingsplatform AEOS. Dochterbedrijf Nsecure zag de opbrengsten eveneens stijgen ten opzichte van H1 2014. De marktgroep *Retail* zag een lichte krimp in de opbrengsten ten opzichte van H1 2014. Deze hangt samen met de lagere investeringsbereidheid in de retailsector. De afgelopen maanden versterkte de marktgroep haar positie in de competitieve markt voor Electronic Article Surveillance door opdrachten te winnen bij internationale retailers. Ook de markt voor Stock Management ontwikkelt zich gestaag waarbij de Nedap-oplossing goed is gepositioneerd. Om sneller te kunnen groeien is het commerciële team in de Verenigde Staten uitgebreid. De opbrengsten van *Livestock Management* lagen op hetzelfde niveau als vorig jaar. De lagere melkprijs begint zichtbaar te worden in een iets lagere orderintake bij melkveehouders. De afgelopen jaren is het aantal afzetkanalen en partners vergroot waardoor de impact van melkrijzen op het verkoopvolume verminderd is. Bij de varkenshouderijen is het eerste halfjaar goed verlopen, met grote orders uit onder meer de Verenigde Staten. De marktgroep *Healthcare* kende wederom een sterk halfjaar. De

investeringen in de oplossingen en het proactief inspelen op veranderende zorgprocessen betalen zich terug in een vergroot marktaandeel en hoge klantentrouw. In 2016 zal een aantal nieuwe klanten de overstap naar Nedap maken. Om haar markt te verbreden, ontwikkelt Nedap Healthcare aanpalende proposities voor de Nederlandse zorgmarkt. De opbrengsten van *Light Controls* daalden in de eerste helft van het jaar sterk ten opzichte van H1 2014. Dit was mede te wijten aan de afnemende interesse voor QL-producten. Ook wordt de verkoop van de explosieveilige producten beïnvloed door de lage olieprijs. De marktgroep positioneert Luxon® steeds meer als merk- en technologie-onafhankelijke verlichtingsoplossing, bijvoorbeeld met de Wireless Activator, en heeft daardoor een aantal toonaangevende projecten gewonnen. *Identifications Systems* zag de opbrengsten in de eerste zes maanden toenemen. Om de groei kracht bij te zetten werkt de marktgroep aan verdere versterking van haar wereldwijde partnernetwerk. *Library Systems* richt zich volledig op het ontwikkelen en leveren van technologische kerncomponenten voor 'slimme' bibliotheken. Deze strategie resulteert wereldwijd in een sterke groei van het aantal partners wat zich vertaalt in een stijging van de opbrengsten. De opbrengsten van de marktgroep *Energy Systems* halveerden ten opzichte van het nog redelijk sterke eerste halfjaar 2014, in lijn met de marktontwikkelingen. De in de zomer van 2014 ingezette daling van de verkopen van de PowerRouter is recent tot stilstand gebracht. Voorraden bij distributeurs en installateurs zijn afgebouwd waardoor het aantal nieuwe installaties bij consumenten in lijn ligt met de verkopen van Nedap. De herinrichting van de marktgroep eind 2014 heeft de kostenbasis verlaagd en de wendbaarheid vergroot. Recent is met succes de PowerRouter Plus geïntroduceerd, een combinatie van de PowerRouter met een krachtige Lithium-Ion batterij waarmee het voor installateurs nog eenvoudiger wordt om een Nedap-oplossing aan te bieden.

De directie ziet positieve ontwikkelingen voor de tweede helft van 2015 maar kan nog niet bevestigen dat de opbrengsten als geheel in 2015 zullen groeien. De netto resultaten over 2015 worden daarnaast, zoals bekend, sterk bepaald door de omvang van de eenmalige kosten die samenhangen met de herinrichting van de supply chain. Deze eenmalige kosten zullen naar verwachting € 6 à 7 miljoen bedragen voor geheel 2015. Deze operatie zal leiden tot een structurele kostenbesparing van € 4 miljoen op jaarbasis. Hiermee komen EBIT-marges van 12-13% in zicht. Gezien Nedap's sterke balanspositie (solvabiliteit 45,6%) en het feit dat een toenemend gedeelte van de opbrengsten een wederkerend karakter heeft, voelen wij ons comfortabel met de uitkomsten uit onze Investment Case van oktober 2014. Voor 2017 houden wij rekening met een opbrengstenniveau boven € 200 miljoen en een nettowinstmarge van 10%. Dit correspondeert met een winst per aandeel van € 3,00.

Vooralsnog hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel 2015 van € 1,75 per aandeel (2014: € 1,46 exclusief bijzondere resultaten). Tegen de huidige beurskoers van € 33,80 wordt 19,3x de getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement bedraagt 3,9% uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 75%.

**ASM International**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde cijfers over het tweede kwartaal van 2015 die beter waren dan verwacht. De omzet bedroeg € 201,0 miljoen, een toename van 35,4% in vergelijking met Q2 2014 (€ 148,4 miljoen). Het bedrijfsresultaat (EBIT) klom van € 27,4 miljoen naar € 42,1 miljoen (+54%), waaruit een fraaie verbetering van de brutomarge van 42,3% naar 45,1% valt af te leiden. De orderingang lag in het afgelopen kwartaal 5% hoger dan in Q1 2015 (€ 166,6 miljoen vs € 158,3 miljoen). Deze goede ontwikkeling was het directe gevolg van een sterke vraag naar ASMI's Atomic Layer Deposition (ALD) producten bij een brede afnemersgroep. Voor Q3 2015 verwacht het management een omzet in de orde van grootte van € 155 – 170 miljoen te realiseren, uitgaande van stabiele valutaverhoudingen. De verwachte orderingang is € 130 – 150 miljoen. Deze laatste prognose bleef achter bij de marktconsensus (net als bij BESI, zie hierna) en was mede het gevolg van een aarzelende opstelling van afnemers die zich aan het eind van H1 2015 manifesteerde. Voor de middellange termijn blijven de perspectieven van ASMI op voortgaande groei, gezien haar leidinggevende positie in (PE)ALD, onveranderd positief. Daar verandert een tijdelijke afzwakking binnen de cyclus niet veel aan. ASMI rondde op 20 mei jl. haar vorige inkoopprogramma van eigen aandelen af. In de periode 24-11-2014 t/m 20-5-2015 werden 2.594.520 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 38,55, ofwel een tegenwaarde van € 100 miljoen, overeenkomend met ruim 4% van de uitstaande aandelen. Gezien ASMI's riant netto kaspositie, € 363 miljoen per eind juni jl., houden wij rekening met een hernieuwd inkoopprogramma dat bij de publicatie van de cijfers over Q3 2015 eind oktober kan worden aangekondigd. Een alternatief zou de uitkering van een belastingvrije agiobonus kunnen zijn. Wij verhogen onze taxatie van de winst per

aandeel 2015 naar € 3,05 (2014: € 2,49), waarmee de aandelen ASMI tegen de huidige beurskoers van € 37,00 op 12,1x de verwachte winst worden verhandeld.

**BE Semiconductor Industries**, kortweg **BESI**, actief in de markt voor toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie, presenteerde halfjaarcijfers die goed aansloten bij de marktverwachting, maar achterbleven bij de consensus voor wat betreft de vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar. De omzet kwam uit op € 199,2 miljoen, een toename van 7% ten opzichte van H1 2014 (€ 186,2 miljoen), waarbij de EBITDA een stijging van 19,5% liet zien van € 38,5 miljoen naar € 46,0 miljoen. De brutomarge verbeterde sterk van 42,9% naar 48,4% als gevolg van schaalvoordelen, een gunstige invloed van de lagere eurokoers ten opzichte van de US dollar alsmede een verbeterde kostenefficiëntie. Daarentegen lag de orderingang 16,7% lager dan in H1 2014, voornamelijk door minder orders voor high end smart phone toepassingen. Daarbij dient aangetekend te worden dat de eerste helft van 2014 uitzonderlijk sterk was, omdat BESI's afnemers in deze periode juist hun capaciteit voor de productie van high end smart phones opbouwden. Het management gaf als prognose voor Q3 2015 een omzetzak van 15 – 20% ten opzichte van Q2 2015 (€ 104,2 miljoen), welke het gevolg is van een combinatie van het normale seizoenpatroon en een minder goed marktsentiment dat zich in de laatste twee weken van juni manifesteerde. BESI genereerde een sterke netto cashflow in Q2 2015 van € 28,9 miljoen, een stijging van ruim 46% in vergelijking met Q2 2014. Mede hierdoor kon de netto kaspositie op jaarbasis met eveneens 46% stijgen naar € 91,4 miljoen. CEO Richard Blickman benadrukte nogmaals enthousiast te zijn ten aanzien van de middellange termijn perspectieven van BESI als *technology leader in advanced packaging systems*. BESI is een prominente speler in de zogenaamde *Assembly Equipment Market* die volgens onderzoeksbureau VLSI in 2017 met ruim 17% zal groeien ten opzichte van 2016. Voor komend jaar wordt een lichte teruggang van 2,5% verwacht ten opzichte van 2015. Deze trendmatige opgang is onlosmakelijk verbonden met de *'Internet-of-things'* revolutie. Investerings ten behoeve van de productie van revolutionaire 10nm chips voor onder andere smartphones en tablets zijn in dit verband onvermijdelijk en zullen sowieso worden gedaan. BESI heeft de afgelopen jaren continu beter gepresteerd dan het gemiddelde van de Assembly Equipment Market. Zowel in goede als slechte tijden werd een aanzienlijke *outperformance* gerealiseerd. Het verdienmodel van BESI is in essentie gericht op markten, klanten en technologie die groeipotentie hebben en op de verkoop van machines met een brutomarge van tenminste 45%. Hierbij geldt dat hoe kleiner de te produceren chips worden, des te complexer en duurder de BESI-machines worden. Hierdoor neemt ook de jaarlijks wederkerende omzet uit services, software updates en onderdelen toe. Deze wederkerende omzet bedroeg vorig jaar 15% van de groepsomzet. Tenslotte kan BESI bogen op een ijzersterke, schuldenvrije balans. CEO Blickman gaf vorige maand nog aan tenminste € 80 miljoen als netto kaspositie te willen aanhouden om lopende uitgaven te kunnen doen en eventuele tegenvallers te kunnen opvangen. De resterende, zogenaamde *excess cash*, zal worden gebruikt voor aandeleninkoop en/of extra dividenden. Een eventuele overname valt niet uit te sluiten. Met een tweede plaats op de wereldmarkt van back-end producenten achter ASM PT, lijkt BESI uitstekend te zijn gepositioneerd voor verdere groei. De onderneming is immers betrokken bij de *roadmap* programma's van alle semiconductor *technology leaders* in de wereld. Voor 2015 verlagen wij onze winsttaxatie van € 2,15 naar € 1,75 per aandeel (2014: € 1,87) en voor 2016 verwachten wij een lichte stijging naar € 1,85. Tegen de huidige beurskoers van € 20,00 wordt daarmee 11,4x de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen BESI betaald. Bij een licht hogere pay-out ratio van 85% (2014: 80%) komt het dividendrendement alsdan op 7,5%.

**Acomo**, handelshuis in specerijen, noten, voedingsingrediënten, thee en eetbare zaden, behaalde in het eerste halfjaar van 2015 een omzet van € 331,7 miljoen (H1 2014: € 306,4 miljoen), een stijging van 8,3%. Daarbij kwam de nettowinst marginaal lager uit op € 17,2 miljoen (H1 2014: € 17,3 miljoen). Gemiddeld gezien stegen de prijsniveaus in de verslagperiode, werd de US dollar sterker ten opzichte van de euro en bleven de volumes in diverse segmenten gelijk of vertoonden soms een geringe daling. De brutomarge steeg tot 17,0% (H1 2014: 16,7%) door continue focus op toegevoegde waarde en op een verstandige afweging tussen risico en rendement. De operationele kosten (exclusief incidentele posten) namen met 8,9% toe met name als gevolg van de sterkere US dollar ten opzichte van de euro. De EBITDA was stabiel op € 27,7 miljoen. De financiële baten en lasten stegen door gemiddeld hoger werkkapitaal als gevolg van stijgende prijzen en door koersresultaten. De effectieve belastingdruk daalde van 28,7% naar 27,6% door realisatie van winsten in landen met een relatief lagere effectieve belastingdruk. In de verschillende segmenten waren

geen grote afwijkingen zichtbaar in vergelijking met H1 2014. De segmenten *Specerijen en noten* en *Eetbare zaden* realiseerden een hogere omzet, maar per saldo een licht lager resultaat. Bij Eetbare zaden was dit deels het gevolg van een brand in de productievestiging in Horace, North Dakota, en door kwaliteitsproblemen bij Red River van Eck in de eetbare zaden productie in Bulgarije. De kleinere segmenten *Voedingsingrediënten* en *Thee* realiseerden een hoger resultaat bij een lagere omzet. Gezien de aard van de activiteiten van Acomo zijn de gerealiseerde resultaten geen garantie voor eenzelfde trend in de tweede helft van het jaar. De recente ontwikkelingen in het Midden-Oosten gecombineerd met terugkerende spanning in de Eurozone en daarbuiten weerspiegelen nog steeds onevenwichtigheden die aandacht vragen en indirect van invloed zijn op de wereldwijde handel. Door klimaatveranderingen lijken extreme weersomstandigheden steeds vaker voor te komen. Ook dit kan aanzienlijke gevolgen hebben voor de agrarische activiteiten wereldwijd. Verder blijft voedselveiligheid en -regelgeving een voortdurend terugkerend onderwerp. Het management sprak (traditioneel) de verwachting uit dat 2015 wederom een succesvol jaar voor de vennootschap zal worden. Wij passen onze taxatie van de winst per aandeel 2015 licht neerwaarts aan naar € 1,45 (2014: € 1,40). Tegen de huidige beurskoers van € 23,60 worden de aandelen Acomo daarmee op 16,3x de getaxeerde winst gewaardeerd en komt het dividendrendement op 4,8% (79% pay-out ratio).

Technisch textielspecialist **Koninklijke TenCate** rapporteerde tevredenstellende cijfers over het eerste halfjaar van 2015. De omzet steeg met 15% van € 497,6 miljoen naar € 571,5 miljoen. Van deze omzetgroei had 5%-punt een autonoom karakter. De EBITA steeg met 36% van € 24,3 miljoen naar € 33,1 miljoen, terwijl de nettowinst nagenoeg verdubbelde van € 10,0 miljoen naar € 19,3 miljoen. Het tweede kwartaal van 2015 markeerde het vijfde kwartaal op rij met een positieve autonome omzetgroei. De EBITA-marge van de groep nam voor de derde keer op rij toe. Het resultaat herstel kwam vooral door de groei van een aantal van de meest hoogwaardige producten waar TenCate haar innovaties kan combineren met een sterke positie in groeimarkten. Dat geldt voor kunstgras, voor militaire beschermende weefsels (Defender-M) en voor aerospace composieten. Zo liet TenCate Grass een autonome omzetgroei van 12% zien met hogere brutomarges en een fors beter bedrijfsresultaat. Dit is het resultaat van de marktpositionering van grascomponenten en -systemen waardoor een hoge bezettingsgraad kon worden gerealiseerd. TenCate Protective Fabrics boekte in het eerste halfjaar van 2015 een autonome omzetgroei van 15%. De Amerikaanse omzet van Defender-M lag voor het derde kwartaal op rij op een goed niveau. De omzet groeide ook door de eerste uitlevering van uniformen met Defender-M aan een nieuwe afnemer in het Midden-Oosten. Daarentegen hadden de ontwikkelingen in de olie- en gasindustrie een negatieve invloed op de afzet van beschermende weefsels voor de industrie (TenCate Tecasafe). Ondanks de voortgaande groei in de aerospace respectievelijk de automotieve markt, bleef de autonome omzetgroei van TenCate Advanced Composites in de eerste zes maanden beperkt tot 3% door het projectmatige karakter van industriële composieten. Wij voorzien een versnelling van deze groei in H2 2015, temeer omdat de productiecapaciteit in H1 2015 verder werd uitgebreid. Minder voorspoedig was de ontwikkeling bij TenCate Geosynthetics. De omzet daalde in dit segment met 3%. In de Verenigde Staten was een duidelijke krimp waarneembaar bij geotextielen voor de olie- en gasector. In Europa en Azië was de omzet ongeveer gelijk aan die van H1 2014. De EBITA-marge kwam dientengevolge lager uit. De omzet van TenCate Advanced Armour daalde autonoom met 4% in H1 2015. Er is in dit segment nog steeds sprake van een te laag volume van uitleveringen. Er werd een aanvullende last van € 1,8 miljoen genomen voor de herstructurering van TenCate Advanced Armour USA. De ontwikkeling en tests van het TenCate ABDS *active blast countermeasure system* verlopen volgens plan. Naar verwachting mogen hiervan eerst vanaf 2017 enige substantiële opbrengsten tegemoet worden gezien. De financiële positie van TenCate bleef redelijk stabiel. De netto rentedragende schuld steeg van € 213,4 miljoen naar € 224,3 miljoen, voornamelijk als gevolg van de sterk gestegen US dollar. De schuld ratio verbeterde licht van 2,87 naar 2,63 door de desinvesteringen van TenCate Enbi en Xenia Technology. Het management hield vast aan de oorspronkelijke prognose voor geheel 2015 van een autonome omzetgroei vergelijkbaar met die van 2014 (+4%). Wij hanteren een winst per aandeel 2015 van € 1,40 (2014: € 0,91). Tegen de huidige beurskoers van € 24,50 wordt 17,5x de getaxeerde winst voor de aandelen TenCate betaald en komt het dividendrendement op 2,9% bij een veronderstelde pay-out ratio van 50%.

Drie dagen vóór publicatie van de halfjaarcijfers kwam het bericht dat een consortium onder leiding van Gilde Buy Out Partners, waaronder Parcom Capital en ABN Amro Participaties, voornemens is een openbaar bod van € 24,60



(inclusief dividend over 2015) per aandeel Koninklijke TenCate uit te brengen. Het bestuur van Koninklijke TenCate ondersteunt deze bieding en beveelt het unaniem aan. Vooralsnog hebben aandeelhouders die 16% van de aandelen bezitten, zich achter deze bieding geschaard. Het biedingsbericht zal naar verwachting in september of oktober worden gepubliceerd. Wij zijn van mening dat de voorliggende bieding niet de volledige ondernemingswaarde van Koninklijke TenCate reflecteert. Voor een definitief standpunt wachten wij de inhoud van het biedingsbericht, alsmede het verloop van de eerstvolgende Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders af.

Fietsenproducent **Accell Group** kwam met uitstekende cijfers over het eerste halfjaar 2015. De omzet nam met 13% toe van € 506,2 miljoen naar € 573,8 miljoen, terwijl het bedrijfsresultaat met 29% steeg van € 38,2 miljoen naar € 49,1 miljoen. Autonoom steeg de netto omzet met 11%, met name door de hogere verkopen van elektrische fietsen en sportieve fietsen in het hogere segment. Accell profiteert nadrukkelijk van haar leidende positie op het gebied van elektrische fietsen, die inmiddels goed zijn voor een omzetaandeel van 34%. De groep loopt voorop met technologische innovaties en introducties van performance E-bikes van Haibike en de E-speed bikes van Sparta en Haibike, nieuwe producten die een duidelijke potentie hebben om in de komende jaren extra impulsen te geven aan de autonome groei. In Nederland was in de eerste zes maanden van 2015 sprake van een lichte stijging van de verkoop van e-bikes van de toonaangevende merken Batavus, Koga en Sparta. Accell is op dit gebied de absolute marktleider in Nederland. De herinrichting van de organisatie in Nederland en samenvoeging van de productie van fietsen voor Batavus en Sparta in Heerenveen is in de eerste helft van dit jaar voltooid. Accell was zeer succesvol in de Duitse markt. Met name door goede verkopen van performance E-bikes van Haibike steeg de omzet autonoom met 22% ten opzichte van het eerste halfjaar 2014. De vraag naar deze relatief nieuwe en speciale categorie elektrische fietsen zet dit jaar versterkt door. Accell Group is hierin trendsetter en marktleider in Europa. In Overig Europa steeg de omzet vooral door de groei van Haibike. De belangrijkste landen zijn Frankrijk, België, Zwitserland, Oostenrijk en het Verenigd Koninkrijk. Ook in Scandinavië en Italië steeg de omzet vooral door hogere verkopen van elektrische fietsen. In Noord-Amerika (14% van de groepsomzet) steeg de omzet in dollars met 2%. De fietsenomzet van het merk Diamondback steeg door leveringen aan multisportketens, waarbij ook het nieuw geïntroduceerde Duitse merk Ghost in dit kanaal een goede bijdrage leverde. De omzet van Raleigh merkfietsen aan de vakhandel daalde mede onder invloed van de concurrentie op internet. Bij het merk Raleigh wordt ingezet op een vernieuwde merkpositionering en de verkooporganisatie zal worden aangepast. De verkopen van elektrische fietsen stegen, waarbij het segment overigens nog erg klein blijft. De omzet in het segment fietsonderdelen en -accessoires steeg met 19% naar € 141,1 miljoen (H1 2014: € 118,5 miljoen). Van de omzetgroei in dit segment was 11% gerelateerd aan de overnames van Comet (Spanje) en CSN (Denemarken). Met deze recente overnames steeg de Europese omzet met 21%. Accell heeft op het gebied van fietsonderdelen en -accessoires nu belangrijke posities in bijna alle Europese landen en in Noord-Amerika. Het segmentresultaat kwam uit op € 10,3 miljoen (H1 2014: € 7,8 miljoen), een stijging van 32%.

Voor het tweede halfjaar verwacht het management een voortzetting van de gunstige onderliggende trends. Op basis hiervan verwacht Accell over het tweede halfjaar 2015 een toename van omzet en resultaat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2015 naar € 1,50 (2014: € 1,06).

Tegen de huidige beurskoers van € 20,45 wordt 13,6 maal de verwachte winst voor de aandelen Accell Group betaald en bedraagt het dividendrendement 4,3%, uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 58%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 augustus 2015 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
TKH Group	11,6%
Hunter Douglas	11,4%
Nedap	10,9%
Kendrion	10,7%
ASM International	9,8%
Aalberts Industries	8,7%
BE Semiconductor Industries	8,1%
Acomo	7,0%
Brunel International	6,9%
Koninklijke TenCate	5,7%
Overige 4 deelnemingen	7,8%
Liquiditeiten en overige	1,4%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

Halverwege het seizoen van de rapportage van de halfjaarcijfers zien wij over het algemeen een tevredenstellende ontwikkeling bij onze deelnemingen die zich heeft vertaald in een goede gang van zaken in de eerste zes maanden 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 gunstige ontwikkeling van de resultaten in het lopende halfjaar.

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 14,4 maal en een bruto dividendrendement van 3,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 7 augustus 2015

---

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