

## MAANDBERICHT OVER MAART 2015

### Inleiding

Nederlandse aandelen presteerden zeer sterk in maart. De AEX-index steeg 1,2% naar 489,41, terwijl de Amsterdam Midcap Index 4,2% klom naar 747,68 en de Amsterdam SmallCap Index 11,1% toevoegde op 787,09.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in maart met 7,6% van € 38,75 naar € 41,68. Het rendement over het eerste kwartaal van 2015 bedraagt daarmee +26,4%.

Het fondsvermogen per 1 april 2015 bedraagt € 69,1 miljoen, terwijl een bedrag van € 69,3 miljoen is belegd in 14 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 0,3% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 april 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 41,89
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 41,68
Fondsvermogen	€ 69.091.117
Aantal uitstaande aandelen	1.657.485

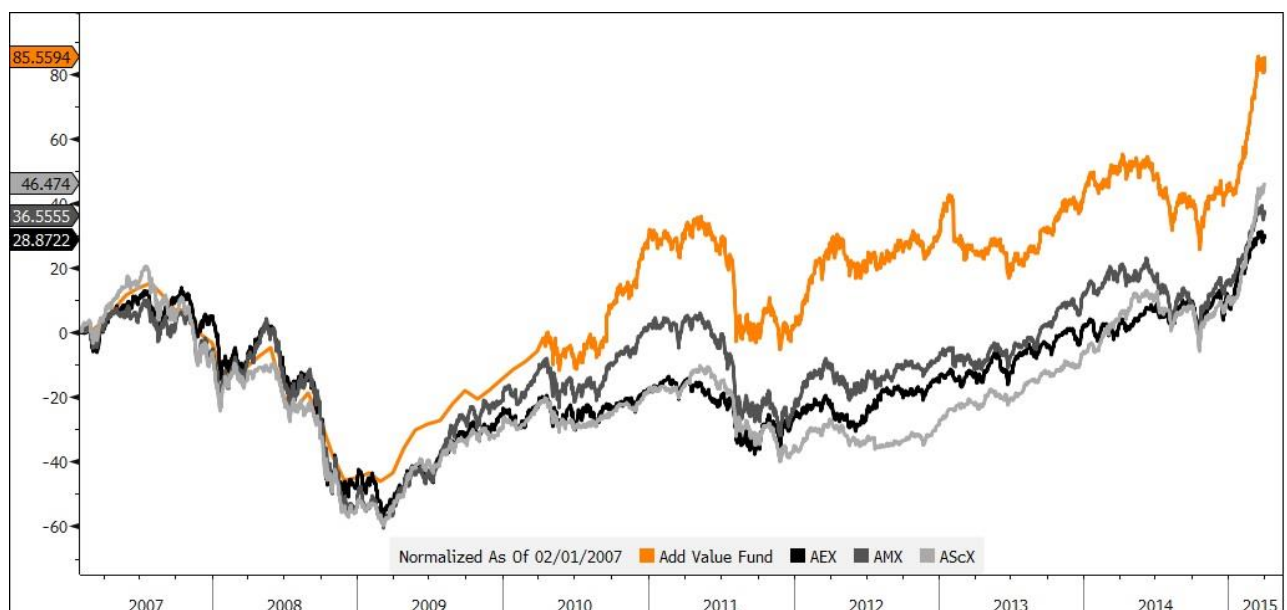
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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>+26,38</b>	<b>+79,52</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+15,84	+28,87
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+17,55	+36,56
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+31,66	+46,47

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/03/2015

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/03/2015)

Peildatum: 31/03/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+166,3	+113,3	+61,2	+26,7
2.	ASM International	+47,8	+49,6	+22,6	+6,3
3.	Neways Electronics Int.	+45,3	+20,6	+36,3	+9,1
4.	Acomo	+41,9	+41,7	+33,1	+5,6
5.	TKH Group	+30,0	+29,4	+25,0	+6,3
6.	Kendrion	+16,7	+31,4	+34,2	+3,6
7.	Aalberts Industries	+15,7	+42,6	+19,3	+5,9
8.	Accell Group	+15,5	+32,5	+27,3	+7,8
9.	Koninklijke Brill	+11,7	+2,8	-0,1	+2,8
10.	Hunter Douglas	+9,4	+13,2	+10,8	+5,1
11.	Nedap	+9,0	+13,7	+25,3	+10,1
12.	Koninklijke TenCate	-5,8	+7,9	+12,6	+2,2
13.	Brunel International	-30,0	-1,9	+30,9	+7,7
14.	Lucas Bols	-	-	-	+5,8

- In maart realiseerden alle deelnemingen 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 **BE Semiconductor Industries** (BESI) en **Nedap** bovengemiddeld in de portefeuille. Dit was bij BESI het gevolg van de uitstekende cijfers over Q4 2014 en de prima vooruitzichten voor 2015. In het geval van Nedap was sprake van een inhaalbeweging na een achterblijvende performance in de vorige periode;
- **Koninklijke Brill** en **Koninklijke TenCate** bleven in relatieve zin achter. Dit was bij Brill het gevolg van tegenvallende cijfers over Q4 2014. De vooruitzichten voor 2015 worden evenwel met voorzichtig optimisme tegemoet gezien. TenCate kampt met de nadelige invloed van een te brede portfolio. Hierdoor is de kans op tussentijdse tegenvallers in een van de product-marktcombinaties relatief groot. Eind 2014 manifesteerde dit fenomeen zich in de divisies TenCate Advanced Armour en TenCate Geosynthetics.

Mutaties in de portefeuille

In maart hebben wij deels winstgenomen op de posities in **Aalberts Industries**, **Acomo**, **ASM International**, **BE Semiconductor Industries** en **Nedap**. Wij breidden het belang in **Hunter Douglas** enigszins uit.

Bedrijfsnieuws

**TKH Group**, nichespeler in oplossingen op het gebied van Telecom, Building en Industrial Solutions, rapporteerde overtuigende cijfers over het vierde kwartaal 2014. De omzet steeg, vrijwel geheel autonoom, met 16,0% van € 304,4 miljoen naar € 353,1 miljoen. Het bedrijfsresultaat uit gewone bedrijfsuitoefening steeg met 18,7% van € 33,4 miljoen naar € 39,7 miljoen. Een aanpassing in de pensioenregeling leverde een buitengewone bate van € 9,4 miljoen op. In het laatste kwartaal werd de overname van het Oostenrijkse bedrijf Commend gemeld, welke deels werd gefinancierd door de succesvolle onderhandse plaatsing van € 75 miljoen nieuwe aandelen. Deze acquisitie versterkt TKH's positie in het sub-segment vision & security systems en zal bijdragen aan een hogere winstgevendheid van het segment Building Solutions. Met marges van 20% en hoger levert Commend, dat een jaaromzet van ongeveer € 45 miljoen realiseert, een substantiële bijdrage aan de propositie die TKH in vision & security systems kan aanbieden. De volledige integratie van Augusta Technologie AG, die neerkomt op het verwerven van de laatste 8,8% van de aandelen deze maand, zal dit proces mede versterken. Overigens kwam de meest indrukwekkende progressie wederom van het segment Industrial Solutions, in het bijzonder van de bandenbouwmachines van VMI uit Epe. De omzet in Industrial Solutions steeg over geheel 2014 van € 551 miljoen naar € 683 miljoen, +24%. De EBITA klom met maar liefst 56,7% van € 58,5 miljoen

naar € 91,6 miljoen. De Return on Sales (ROS) steeg hierdoor van 10,6% naar 13,4%. Het omzetaandeel van en de orderingang bij de Top 5 bandenbouwers (Michelin, Pirelli, Continental, Goodyear en Bridgestone) steeg parallel met de toename van het gehele segment. Zodra deze grote marktpartijen definitief besluiten om de uiterst efficiënt producerende bandenbouwmachines van VMI af te nemen bij TKH, dan heeft dit een positief effect van € 50 à 100 miljoen per speler op TKH's jaaromzet. TKH heeft een beslissende voorsprong op de concurrentie genomen en bouwt hierop voort, getuige de aankondiging van de UNIXX, de volgende generatie bandenbouwmachine die niet slechts de assemblage van de banden automatiseert, maar evenzeer de productie van de bijbehorende componenten. TKH streeft ernaar de UNIXX binnen drie jaar op de markt te brengen; de verkoopprijs van deze machine ligt een factor drie hoger dan die van de bestaande machines. In 2014 realiseerde TKH een operationele cashflow van € 94,9 miljoen (2013: € 78,6 miljoen). Daarbij steeg het werkkapitaal in relatie tot de omzet licht van 13,2% naar 13,8%. De netto investeringen in vaste activa stegen sterk naar € 34,2 miljoen (2013: € 18,7 miljoen). Het grootste deel van deze investeringen betrof capaciteitsuitbreidingen in de segmenten manufacturing systems en fibre network systems. Tenslotte werd er stevig geïnvesteerd in vlottende activa, € 22,5 miljoen versus € 16,8 miljoen in 2013, vooral in R&D, patenten, licenties en software. Mede door de onderhandse aandelenuitgifte bleven de kapitaalratio's solide. De solvabiliteit bedroeg per ultimo 2014 bijna 45% (2013: 40,7%), terwijl de net debt/ebitda verhouding uitkwam op 1,0 en de rentedekking op 18,9. Wij handhaven voorsnog onze taxatie van de winst per aandeel 2015 op € 2,50 (2014: € 2,23). Deze winststijging van circa 10% oogt wat bescheiden, maar kan worden verklaard uit de verwachting dat de explosieve omzet- en winstgroei in manufacturing systems naar verwachting zal temperen in het eerste halfjaar 2015 door een wat lagere vraag in het Verre Oosten. Daarnaast wordt voor het lopende jaar niet uitgegaan van bijzondere baten. Tegen de huidige beurskoers van € 34,10 wordt thans 13,6 maal de getaxeerde winst voor de aandelen TKH Group betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt 3,3%, uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 45%.

**Hunter Douglas Group**, wereldmarktleider in raambekleding en toonaangevend producent van architectonische producten als gevel- en plafondsysteem, rapporteerde solide cijfers over boekjaar 2014. De omzet steeg met 2,2% van US\$ 2,636 miljoen naar US\$ 2,695 miljoen, terwijl de EBIT met 13,5% toenam van US\$ 170,3 miljoen naar US\$ 193,3 miljoen. De resultaten verbeterden in alle geografische markten, in het bijzonder in Europa (38% van de groepsomzet), met uitzondering van Noord-Amerika (43% van de groepsomzet) waar een stabiel resultaat werd gerealiseerd en Latijns Amerika (9% van de groepsomzet) waar een lager resultaat werd behaald, voornamelijk als gevolg van een zwakke valutaire ontwikkeling. In tegenstelling tot onze verwachting boekte Hunter Douglas in Q4 toch een reorganisatievoorziening ten bedrage van US\$ 17,0 miljoen, waardoor voor geheel 2014 een bedrag van US\$ 23,0 miljoen opzij werd gezet voor reorganisaties in met name Noord-Amerika en Europa. Daarmee werd het dubbele bedrag van een jaar eerder voorzien (2013: US\$ 11,5 miljoen). In een toelichting stelde bestuursvoorzitter Ralph Sonnenberg dat met deze laatste voorziening de herstructurering van de organisatie is voltooid. In de periode 2008 – 2014 is voor een totaalbedrag van US\$ 223 miljoen opzij gezet voor het aanpassen van de productiecapaciteit aan de lagere marktvaart. Tegelijkertijd is deze capaciteit gestroomlijnd waardoor de productiviteit van de organisatie belangrijk is vergroot. Volgens Sonnenberg kan Hunter Douglas zonder aanvullende investeringen of saneringen een omzet van tenminste US\$ 3 miljard draaien. Daarmee wijst de bestuursvoorzitter impliciet op de hefboomwerking van het verdienmodel van Hunter Douglas. In 2015 zal dit in beginsel kunnen leiden tot een krachtiger stijging van de winst per aandeel dan in voorgaande jaren. In dit kader is vooral de sterke volumestijging van de verkopen in Noord-Amerika van 14% in het vierde kwartaal een belangrijke indicator. De onderneming heeft het afgelopen jaar de marketingstrategie in haar belangrijkste thuismarkt aangepast, waardoor de hoogst renderende producten verhoudingsgewijs ook het sterkst kunnen groeien. In Europa is inmiddels een voorzichtige keer ten goede in de verkopen zichtbaar, in het bijzonder in het Verenigd Koninkrijk, Scandinavië en de Benelux. In Azië (7% van de groepsomzet) blijft de omzet zich grillig ontwikkelen. De economie in China neigt te stagneren, terwijl de omringende markten (Japan, Taiwan, Korea, Vietnam, Indonesië, Singapore) zich tevredenstellend ontwikkelen. De kleinste markt Australië (3% van de groepsomzet) ontwikkelt zich naar behoren met een volumegroei van 6% in 2014, maar hier dient rekening te worden gehouden met een structureel zwakke valuta. Dit laatste fenomeen zal ook in andere geografische markten buiten Noord-Amerika sterker kunnen doorwerken in 2015. Al met al handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel 2015 op € 3,50 (2014: € 2,71). De onderneming keert over 2014 een contant dividend van € 1,35 per

aandeel uit (2013: € 1,25), waarmee de pay-out ratio op 50% komt. Indien deze pay-out ratio over 2015 gehandhaafd blijft, zal de uitkering dit jaar op € 1,75 per aandeel uitkomen. Omdat Hunter Douglas in toenemende mate kasoverschotten genereert, is besloten wederom een beleggingsportefeuille op te bouwen. Deze zal, op kostprijbasis, een omvang van US\$ 200 miljoen krijgen. Per ultimo 2014 was reeds een bedrag van US\$ 116 miljoen geïnvesteerd. Hierdoor is de uitkering van een superdividend, zoals in 2009 toen eenmalig € 7,00 per aandeel werd uitgekeerd, op korte termijn niet aan de orde. Echter, gezien de uitstekende perspectieven op een krachtige omzet- en winstgroei in het lopende jaar, achten wij de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 38,50 op 11 maal de getaxeerde winst en een verwacht dividendrendement van 4,5% bescheiden gewaardeerd.

N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** meldde in een trading update voorafgaand aan de Algemene vergadering van Aandeelhouders dat de opbrengsten in de eerste maanden van 2015 ligt hoger liggen dan in de vergelijkbare periode van 2014. De marktgroepen Healthcare, Identification Systems, Library Solutions, Livestock Management, Security Management en dochterbedrijf Nsecure droegen bij aan deze groei. De marktgroepen Energy Systems en Light Controls zagen hun opbrengsten in de eerste maanden dalen ten opzichte van 2014, terwijl in de marktgroep Retail sprake was van een lichte krimp. Voor geheel 2015 wordt, onvoorziene omstandigheden daargelaten, een stijging van de opbrengsten verwacht. Gezien het vroege tijdstip van de trading update en de relatief hoge toegevoegde waarde van de opbrengsten wordt nog geen specifieke verwachting uitgesproken over opbrengsten en resultaat in het eerste halfjaar 2015. De tendens in de meeste marktgroepen is overigens zonder meer positief. De marktgroep Security Management (systemen voor toegangscontrole, registratie, betaling, brand- en inbraakbeveiliging, observatie, beheer van lockers en biometrie) kende een zeer goede start van 2015. De investeringen in het partnernetwerk en het AEOS-platform vertalen zich in groei van het marktaandeel. Bovendien lijkt het er op dat de Europese markt voor bouw- en installatieprojecten licht aantrekt. Ook dochterbedrijf Nsecure (innovatieve dienstverlening op het gebied van toegangscontrole, veiligheid en beveiliging) ziet haar opbrengsten in de eerste maanden stijgen ten opzichte van 2014. Het bedrijf heeft een gezonde portefeuille met projecten en de opbrengsten uit diensten nemen toe. Ofschoon de marktgroep Retail (beveiligings-, beheers-, en informatiesystemen voor de detailhandel) een lichte teruggang in opbrengsten meldde in een nog altijd zeer competitieve markt voor Electronic Article Surveillance, wordt actief ingespeeld op een komende fase van hernieuwde groei. De marktgroep is bezig haar commerciële basis te versterken in Noord-Amerika en Azië. De marktverwachtingen voor Stock Management zijn onverminderd positief en de Nedap-oplossing blijft goed gepositioneerd. In dit kader meldde Nedap een samenwerking met de vooraanstaande Britse retailer Tesco voor de levering van RFID-lezers ten behoeve van de omvangrijke implementatie van RFID-technologie bij Tesco-dochter F&F Clothing in 550 winkels in het Verenigd Koninkrijk. Teneinde dit soort grote projecten optimaal te kunnen uitvoeren, onderzoekt Nedap momenteel op welke wijze inkoop, productie en logistiek meer toekomstbestendig kunnen worden gemaakt. Bekeken wordt welke strategische en financiële voordelen het (meer) uitbesteden van deze activiteiten bij derden kunnen bieden. Aandachtspunten hierbij zijn onder meer de flexibilisering van kosten, mogelijke kostprijvoordelen, het verlagen van de kapitaalsintensiteit, financiële en operationele risico's, alsmede de impact op de organisatie en haar medewerkers. Een aanpassing van de inkoop-, productie- en logistieke processen zou gepaard kunnen gaan met eenmalige kosten. Naar verwachting zal de besluitvorming over dit onderwerp voor de zomer zijn afgerond. Nedap's financiële positie blijft solide met een solvabiliteit ruim boven de 40% en voldoende ruimte in de bestaande financieringsovereenkomsten. Wij taxeren voor 2015 een winst per aandeel van € 1,85 (2014: € 1,46) en een dividend van € 1,39 per aandeel (2014: € 1,25). Tegen de huidige beurskoers van € 33,70 wordt daarmee 18,2 maal de verwachte winst per aandeel Nedap betaald en komt het dividendrendement op 4,1%. Voor een uitgebreide analyse van Nedap verwijzen wij naar onze Investment Case (zie website: [www.addvaluefund.nl](http://www.addvaluefund.nl)).

**Neways Electronic International**, internationale speler op het gebied van Electronic Manufacturing Services (EMS), heeft in 2014 een netto omzet van € 308,6 miljoen gerealiseerd, een stijging van 16,5% ten opzichte van 2013 (€ 265,0 miljoen). De nettowinst steeg naar € 7,0 miljoen in vergelijking met € 1,9 miljoen in 2013. De nettowinst uit gewone bedrijfsuitoefening kwam in 2014 uit op € 5,3 miljoen in vergelijking met € 4,7 miljoen in 2013, een stijging van 12,8%. De omzet- en resultaatverbetering kwam voor een belangrijk deel door een relatief goed eerste halfjaar, de consolidatie van BuS Groep vanaf 11 juni en een positieve vraagontwikkeling door het jaar heen vanuit met name de automotive

sector. De omzet en winstgroei werd met name in de tweede jaarhelft gedrukt door korte termijn planbijstellingen en orderuitstel door klanten in de halfgeleider- en medische sector, waardoor er sprake was van onbalans in de bezettingscapaciteit binnen de groep. Met de overname van BuS Groep is een meer evenwichtige spreiding naar marktsectoren gerealiseerd die direct bijdraagt aan een minder volatiele omzet- en resultaatontwikkeling van de groep als geheel. De gestarte integratie van BuS Groep moet leiden tot realisatie van verdere synergie- en efficiencyvoordelen. Op basis hiervan zal in 2015 verder worden gewerkt aan de versteviging van dit fundament om klanten beter te kunnen bedienen, het business model verder aan te scherpen en beter af te stemmen op de korte termijn schommelingen in de vraag die de EMS-markt momenteel kenmerken. De financiële positie van Neways is gezond en biedt ruimte voor investeringen in verdere groei. Mede door uitgifte van 992.701 (9,9%) nieuwe gewone aandelen en een converteerbare obligatielening van € 5 miljoen in verband met de overname van BuS Groep bedraagt de solvabiliteit (garantievermogen in % van totaal vermogen) eind vorig jaar 40,5%. Gecorrigeerd voor de actieve belastinglatentie en immateriële activa bedroeg de solvabiliteit 33,2%. Deze voldoet daarmee ruimschoots aan de door de banken tijdelijk aangepaste solvabiliteitseis van 30% in verband met de overname van BuS Groep. De orderportefeuille is goed gevuld en het jaar 2015 is naar tevredenheid van start gegaan. Neways stelt 2015 met vertrouwen tegemoet te zien. 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 € 10,- komt de K/W-verhouding alsdan op 11,1x de verwachte winst 2015 en bedraagt het dividendrendement 3,6%. 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.

Wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill** kwam met definitieve jaarcijfers 2014 nadat een maand eerder een winstwaarschuwing was afgegeven. Sinds dit persbericht is de omzet naar boven bijgesteld. Bij het vaststellen van de omzet elektronische licenties geldt dat een deel daarvan pas in het volgende boekjaar bekend wordt. Doordat confirmaties dit jaar eerder zijn ontvangen, kon een betere inschatting worden gemaakt van deze omzet in 2014. In totaal voegde deze inschatting € 200.000,- toe aan de omzet en eenzelfde bedrag aan het resultaat, samen met de opwaardering van openstaande debiteuren als gevolg van een tegen het einde van het jaar aantrekkende dollarkoers zorgde deze bijstelling voor een nettowinst die gelijk bleef aan die van 2013 (€ 2,5 miljoen). De analyse van de ontwikkeling van omzet en resultaat laat zien dat er veranderingen in de markt zijn waarop Brill moet inspelen. Zo is de collectievorming bij bibliotheken minder voorspelbaar geworden. Abonnementen en vervolgorders staan onder druk en bibliotheken baseren hun aankoopbeslissingen steeds vaker op gebleken vraag bij eindgebruikers. Ook zorgt de veelheid van nieuwe prijs- en verdienmodellen voor enige verwarring en aarzeling in de markt voor digitaal product. Op dit moment onderwerpt Brill daarom alle commerciële activiteiten en prijsmodellen aan een nader onderzoek en worden de vindbaarheid en actualiteit van elektronische producten vergroot. De meeste landen waarin Brill opereert lieten groei zien en de omzet bij de tijdschriften was bemoedigend. De verkopen in het Midden-Oosten vielen echter terug en ook de verkoop van gedrukte boeken in Noord-Amerika bleef achter bij de verwachtingen. Grote eenmalige licentie-inkomsten die de omzet eind 2013 juist hoger hadden gezet, bleven in 2014 uit. In het licht van de achterblijvende omzetgroei wordt aan de kostenontwikkeling verscherpte aandacht besteed. Een hoge innovatiegraad is noodzakelijk voor verdere groei en Brill blijft in productontwikkeling investeren. Tegelijkertijd wordt de noodzaak de winstgevendheid op een hoger peil te brengen onderkend. Ondanks de lage omzetgroei in 2014 zijn de vooruitzichten van het 332-jarige bedrijf voorzichtig positief. Brill is financieel gezond. Het bedrijf heeft geen bankschuld en het zorgvuldige acquisitiebeleid biedt kansen voor uitbreidingen. Indien Brill erin slaagt de voorgestelde maatregelen snel te implementeren, achten wij voor 2015 een winstverbetering tot € 1,45 per aandeel een realistisch scenario. Uitgaande van een pay-out ratio van 85% komt het getaxeerde dividend alsdan op € 1,23. Tegen de huidige beurskoers van € 25,70 worden de aandelen Brill gewaardeerd op 17,7 maal de verwachte winst en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 4,8%.

Fietsenproducent **Accell Group** heeft in 2014 een stijging van de nettowinst gerealiseerd van 37% tot € 26,1 miljoen (2013: € 19,0 miljoen). Het bedrijfsresultaat exclusief incidentele posten steeg met 20% naar € 44,3 miljoen (2013:

€ 36,9 miljoen). De omzet steeg met 4% naar € 882,4 miljoen (2013: € 849,0 miljoen). Autonoom was er een omzetstijging van 8%, vooral door de hogere verkopen van elektrische fietsen. Volgens René Takens, voorzitter van de Raad van Bestuur, was 2014 een prima jaar voor Accell met gunstige weersomstandigheden en een licht beter economisch klimaat. Vooral bij de Nederlandse en Duitse merken waren de prestaties sterk. Terwijl de meeste markten een stabiel tot licht stijgend beeld vertoonden, kon Accell daarentegen mede dankzij de populariteit van haar elektrische en sportieve fietsen en de uitbouw van de groep Onderdelen & Accessoires, de omzetten verhogen in vrijwel alle landen waar zij actief is. Alleen in Noord-Amerika bleven omzet en resultaat achter bij de verwachtingen. Het afgelopen jaar werd verder gewerkt aan consolidatie, integratie en een betere benutting van efficiëntie en schaalvoordelen. De reorganisaties in Noord-Amerika en Nederland lopen op schema en zullen dit jaar worden afgerond. Daarnaast heeft Accell het afgelopen jaar meer nadruk gelegd op doorontwikkeling van haar activiteiten op het gebied van Onderdelen & Accessoires met als eerste doel om binnen afzienbare tijd tot een Europees dekkend netwerk te komen. De overname van Comet in Spanje en de overname van Cycle Service Nordic (CSN) in Denemarken die begin dit jaar is afgerond, passen daar uitstekend in. Veel lange termijn trends wijzen erop dat fietsen in de komende jaren onverminderd populair zal blijven voor mobiliteit, recreatief en sportief gebruik. Accell verwacht daarbij met haar hoogwaardige producten voorop te blijven lopen en nieuwe innovaties toe te kunnen voegen om het fietsen voor de verschillende doeleinden nog aangenamer te maken. Op basis van de gunstige onderliggende trends in combinatie met de voor de consumentenbestedingen wat betere macro-economische indicatoren gaat het management, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, voor 2015 uit van een verdere stijging van de omzet en het resultaat. Wij taxeren voorlopig een winst per aandeel van € 1,20 (2013: € 1,06). Tegen de huidige beurskoers van € 17,30 wordt daarmee 14,4 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Accell Group betaald. Het dividendrendement bedraagt 4,0%, waarbij wij uitgaan van een gelijke pay-out ratio van 58% in vergelijking met 2014.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 april 2015 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Hunter Douglas	11,1%
TKH Group	11,0%
BE Semiconductor Industries	10,8%
ASM International	10,6%
Nedap	10,4%
Kendrion	10,1%
Aalberts Industries	8,7%
Acomo	8,6%
Brunel International	6,7%
Koninklijke TenCate	4,7%
Overige 4 deelnemingen	7,6%
<b>Totaal</b>	<b>100,3%</b>

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

Vooruitzichten

Na de voortvarende start in de eerste drie maanden van het jaar, lijkt de gunstige trend zich voort te zetten in april. Het QE-programma van de ECB geeft zichtbaar een extra stimulans aan de interesse om te beleggen in hoog renderende eersteklas Nederlandse small- en midcaps. Ook van de zijde van buitenlandse beleggers wordt hernieuwde belangstelling gesignaleerd, nu de euro ten opzichte van concurrerende valuta (US dollar, Zwitserse frank, Pond Sterling) aan attractie heeft gewonnen. Wij houden voorts rekening met per saldo meevallende cijfers over het eerste kwartaal 2015, deels omdat de cijfers over het vergelijkbare eerste kwartaal 2014 verhoudingsgewijs zwak waren.

Voor geheel 2015 voorzien wij 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 15,3 maal en een bruto dividendrendement van 3,7%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 8 april 2015