

MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2015

Inleiding

Nederlandse aandelen presteerden zeer sterk in februari. De AEX-index steeg 7,8% naar 483,93, terwijl de Amsterdam Midcap Index 7,3% klom naar 718,10 en de Amsterdam SmallCap Index 13,9% toevoegde op 706,98.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in februari met 11,8% van € 34,66 naar € 38,75. Het rendement over de eerste twee maanden van 2015 bedraagt daarmee +17,5%.

Het fondsvermogen per 2 maart 2015 bedraagt € 65,9 miljoen, terwijl een bedrag van € 66,9 miljoen is belegd in 14 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 1,5% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 maart 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 38,94
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 38,75
Fondsvermogen	€ 65.887.286
Aantal uitstaande aandelen	1.700.492

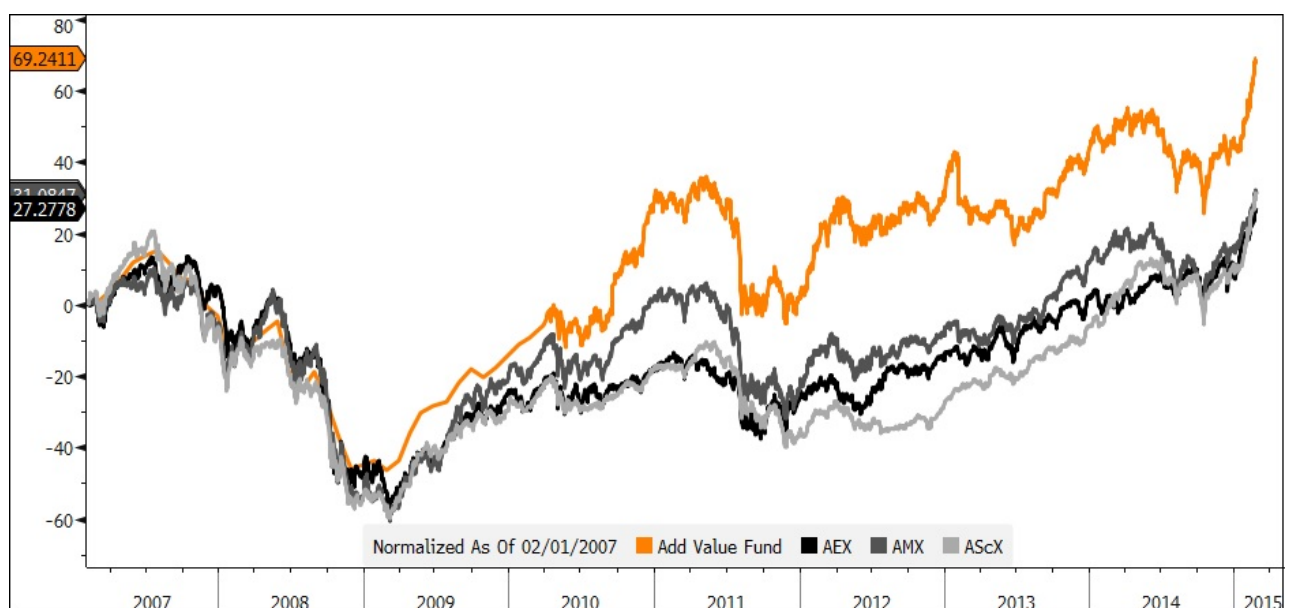
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+17,50	+67,80
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+14,41	+27,28
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,84	+31,08
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+18,48	+31,82

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 27/02/2015

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 26/02/2015)

Peildatum: 27/02/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+131,1	+75,8	+35,7	+30,2
2.	ASM International	+44,5	+37,0	+20,1	+11,3
3.	Acomo	+41,0	+34,2	+31,2	+13,3
4.	Neways Electronics Int.	+27,6	+4,8	+17,7	+21,6
5.	TKH Group	+22,0	+20,6	+20,6	+12,2
6.	Aalberts Industries	+12,9	+31,1	+22,6	+8,0
7.	Kendrion	+11,8	+22,2	+24,6	+15,1
8.	Accell Group	+10,9	+16,5	+20,8	+19,0
9.	Koninklijke Brill	+9,4	+4,6	+0,1	-2,6
10.	Hunter Douglas	+7,2	+8,0	+7,2	+1,7
11.	Nedap	+1,2	+4,0	+14,9	+7,1
12.	Koninklijke TenCate	-14,2	+9,4	+8,4	+4,5
13.	Brunel International	-28,2	-12,0	+7,9	+14,5
14.	Lucas Bols	-	-	-	+7,2

- In februari realiseerden 13 van de 14 deelnemingen (= 93%) 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 **Neways Electronics International** 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 Neways Electronics kwam het door de hoger dan verwachte winstbijdrage in 2014 van het overgenomen BuS Groep;
- De koers van **Koninklijke Brill** verloor licht terrein. Dit was het gevolg van tegenvallende cijfers over Q4 2014. De vooruitzichten voor 2015 worden evenwel met voorzichtig optimisme tegemoet gezien.

Mutaties in de portefeuille

In februari hebben wij deels winstgenomen op de posities in **Aalberts Industries**, **Acomo**, **ASM International**, **BE Semiconductor Industries**, **Brunel International**, **Kendrion**, **Koninklijke TenCate**, **Neways Electronics International** en **TKH Group**. Wij verwierven een relatief klein belang in de nieuwe IPO van **Lucas Bols Holding**. Met Lucas Bols hebben wij een deelneming verworven in een wereldspeler in het topsegment van de markt voor cocktails en bartenders in meer dan 110 landen in de wereld. Ofschoon Bols met een beurswaarde van ruim € 200 miljoen kan worden beschouwd als een echte *smallcap*, menen wij dat het verdienmodel op middellange termijn uitzicht biedt op aantrekkelijke rendementen. Een getaxeerd dividendrendement van circa 4% ligt mede aan de basis van deze verwachting. Tenslotte werd een belang genomen in fietsenproducent **Accell Group**. Naar onze mening reflecteert de beurswaardering in onvoldoende mate het potentieel van de onderneming.

Bedrijfsnieuws

BE Semiconductor Industries (BESI), toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde sterke cijfers over het vierde kwartaal 2014. De omzet kwam uit op € 89,0 miljoen, een stijging van 68% ten opzichte van Q4 2013 (€ 53,1 miljoen). De brutomarge verbeterde op jaarbasis van 40,1% naar 43,8%. De nettowinst bedroeg € 19,7 miljoen (Q4 2013: € 1,4 miljoen). Over geheel 2014 realiseerde BESI een omzet van € 378,8 miljoen, een stijging van 49% ten opzichte van het vorige boekjaar (2013: € 254,9 miljoen). Deze sterke omzetgroei kwam tot stand door een goede positionering in de supply chain naar smartphone- en automotiveproducenten in een halfgeleidermarkt die als robuust kan worden gekwalificeerd. De brutomarge steeg van 39,8% naar 43,8% door de combinatie van omzetgroei, een verbeterde efficiency door de verplaatsing van productie naar Azië en door de sterkere US\$ (valutawinst in euro's). De

orderingang was met een stijging van 62% van € 252 miljoen naar € 408 miljoen zonder meer indrukwekkend en het gevolg van capaciteitsuitbreidingen bij afnemers, nieuwe productintroducties en winst in marktaandeel in geavanceerde verpakkingsapplicaties. De nettowinst kwam uit op € 71,1 miljoen (2013: € 16,1 miljoen), per aandeel € 1,87 (2013: € 0,43). Deze hoge nettowinst werd deels gerealiseerd door een belastingdruk van slechts 0,3% (2013: 15,8%) door een erkenning van € 7,5 miljoen compensabele verliezen in de Nederlandse en Zwitserse bedrijfsentiteiten. Er wordt een contant dividend van € 1,50 per aandeel voorgesteld, hetgeen een pay-out ratio van 80% impliceert. Over 2013 werd uit een winst per aandeel van € 0,43 een contant dividend van € 0,33 betaald (pay-out ratio: 77%). Het management voorziet een voortgang van de sterke groei in Q1 2015. Naar verwachting zal de omzet in deze periode met 27 - 34% stijgen in vergelijking met Q1 2014 (€ 70,0 miljoen), terwijl de brutomarges zullen stijgen naar 46 - 48% (Q1 2014: 43,8%). De operationele kosten stijgen met circa 5 - 10%, maar de investeringsuitgaven blijven naar verwachting beperkt tot € 2,1 miljoen (Q1 2014: € 2,9 miljoen). Vooralsnog taxeren wij een winst per aandeel 2015 van circa € 2,15, waarbij met behoud van een pay-out ratio van 80%, een dividend van € 1,72 in beeld komt. Tegen de huidige beurskoers van € 25,90 wordt daarmee een multiple van 12 maal de verwachte winst voor de aandelen BESI betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 6,6%. Het zal niet verwonderen dat het aandeel BESI met een dergelijke bescheiden waardering in de top van onze portefeuille blijft gehandhaafd.

N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** maakte de definitieve jaarcijfers over 2014 bekend. De omzet steeg met 2% naar € 177,2 miljoen (2013: € 173,7 miljoen), terwijl de winst uit normale bedrijfsactiviteiten stabiel bleef op € 9,8 miljoen. Dit laatste resultaat was beter dan eerder geïndiceerd: in november werd nog uitgegaan van een circa 10% lager resultaat. Naast het resultaat uit normale bedrijfsactiviteiten was er per saldo een buitengewoon resultaat van € 8,1 miljoen (na belastingen), hetgeen eveneens hoger uitviel dan eerder was gecommuniceerd. Dit buitengewone resultaat bestond enerzijds uit een bate van € 15 miljoen vanwege het omzetten van de pensioenregeling per 1 januari 2015 van een Defined Benefit regeling naar een Defined Contribution regeling en een last van € 6,9 miljoen, voornamelijk vanwege aanpassingen van de marktgroep Energy Systems aan sterk veranderende omstandigheden op de markt van gedistribueerde opslag. De winst na belastingen kwam derhalve uit op € 17,9 miljoen (2013: € 9,8 miljoen). Nedap stelt een contant dividend van € 1,25 per aandeel voor (2013: € 1,10), waarmee de pay-out ratio wordt verhoogd van 75,3% naar 85,6%. Hierbij is uitgegaan van de gelijke winst per aandeel (€ 1,46) uit normale bedrijfsuitoefening. Nedap is in staat om de pay-out ratio te verhogen omdat de solvabiliteit verder is verbeterd van 36,6% naar 42,9% en omdat de vooruitzichten voor een verdere omzet- en winstgroei als gunstig worden bestempeld. De marktgroepen Healthcare, Light Controls, Livestock Management en Security Management sloten 2014 af met hogere opbrengsten, terwijl de opbrengsten van de marktgroep Retail nagenoeg gelijk waren aan die van 2013. De qua omvang kleinste marktgroepen Energy Systems, Identification Systems en Library Solutions bleven met hun opbrengsten in 2014 achter bij het voorgaande jaar. Nadat Nedap de afgelopen jaren fors heeft geïnvesteerd in de versterking van de commerciële activiteiten, waardoor de winst op korte termijn onder druk lag, lijken deze inspanningen zich geleidelijk te gaan terugbetalen in een sterkere groei van de opbrengsten. Grote klanten op de wereldmarkt zijn in toenemende mate bereid om over te stappen op de hoge toegevoegde waarde van de Nedap-oplossingen.

Wij taxeren voorlopig een winst per aandeel 2015 van circa € 1,75 (2014: € 1,46) en een dividend van circa € 1,31 per aandeel (2013: € 1,25). Tegen de huidige beurskoers van € 30,25 wordt daarmee 17,3 maal de verwachte winst per aandeel Nedap betaald en komt het dividendrendement op 4,3%.

Kendrion (wereldmarktleider in elektromagneten) rapporteerde solide cijfers over het vierde kwartaal 2014. De omzet nam met 7,8% toe van € 98,5 miljoen naar € 106,2 miljoen, waarbij de winst voor belasting gelijk bleef op € 5,4 miljoen. Hierbij dient in aanmerking te worden genomen dat het resultaat over Q4 2014 voor een bedrag van circa € 0,6 miljoen werd gedrukt door herstructureringsvoorzieningen. Deze voorzieningen werden genomen om de efficiency in 2015 verder te verbeteren. Over geheel 2014 realiseerde Kendrion een omzet van € 428,9 miljoen, een stijging van 21% ten opzichte van het vorige boekjaar (2013: € 354 miljoen). De winst voor belasting verbeterde van € 15,7 miljoen naar € 24,9 miljoen (+58,6%). De winst per aandeel kwam uit op € 1,56 (2013: € 1,14), licht onder onze taxatie van € 1,60 hetgeen het gevolg was van voornoemde getroffen voorziening. De onderneming handhaafde de pay-out ratio op 50%,

waardoor het voorgestelde keuzedividend op € 0,78 uitkomt. Het management uitte zich voorzichtig optimistisch ten aanzien van de vooruitzichten voor het lopende boekjaar. Er zal aanzienlijk boven afschrijvingsniveau worden geïnvesteerd ten behoeve van nieuwe projecten die met name vanaf 2016 de omzet en winst positief zullen beïnvloeden. Daarnaast zal Kendrion in 2015 kunnen profiteren van de sterke economie in de Verenigde Staten, alsmede van de gunstige perspectieven in de automotive industrie. Vooralsnog hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel 2015 van circa € 1,90 (+20% ten opzichte van 2014), waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 26,85 worden gewaardeerd op 14,1 maal de verwachte winst. Gezien de verwachting van een versnelling van de omzet- en winstgroei in 2016 achten wij deze waardering alleszins zeer aantrekkelijk.

Aalberts Industries (Industrial Services en Flow Control) rapporteerde jaarcijfers 2014 die licht beter waren dan door ons getaxeerd. De omzet kwam uit op € 2.201 miljoen, een stijging van 8% ten opzichte van het vorige boekjaar (2013: € 2.040 miljoen). De autonome omzetgroei bedroeg vorig jaar 3,1%. Het operationele resultaat (EBITA) verbeterde met 10% naar € 247 miljoen, waaruit een margeverruiming volgt naar 11,2% (2013: 11,0%). Aalberts meldde een fraaie stijging in de free cashflow van 27% tot € 222 miljoen (2013: € 175 miljoen). CEO Wim Pelsma betoonde zich tevreden over de bereikte resultaten. De focus op kerntechnologieën met groeipotentieel en de voortdurende verbetering van de marketing- en verkoopinspanningen leidde tot een bescheiden omzetgroei tegen de achtergrond van een lastig marktklimaat, met name in Europa. Aalberts deed in 2014 een drietal overnames, te weten Nexus Valve, Flamco Group en Impreglon, die het lopende jaar een volledige bijdrage aan de groepsomzet en -resultaten zullen leveren. Mede hierdoor voorzien wij enige versnelling van de groei van de winst per aandeel tot € 1,70 (2014: € 1,52). Wij voorzien een contant dividend per aandeel van € 0,52 (2014: € 0,46), in welk scenario de pay-out ratio licht stijgt ten opzichte van 2014, van 30,3% naar 30,6%. Tegen de huidige beurskoers van € 28,70 wordt daarmee 16,9 maal de verwachte winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 1,8%.

De geconsolideerde omzet van **Amsterdam Commodities** (Acom) nam in 2014 toe met 5,9% tot € 619 miljoen (2013: € 584 miljoen). De totale brutomarge nam met 10,8% toe door onder andere hogere prijsniveaus voor grotere productgroepen. De nettowinst kwam uit op € 33,1 miljoen, een significante stijging van 20,7% ten opzichte van het recordjaar 2013 toen € 27,4 miljoen werd verdiend. Ondanks uitdagende economische en handelsomstandigheden presteerden Catz International en King Nuts & Raaphorst (Specerijen- en Notenhandel), Red River Commodities (Eetbare Zaden), alsmede Snick EuroIngredients en TEFCO EuroIngredients (Voedingsingrediënten) wederom sterk, terwijl Van Rees (Thee) met 2013 vergelijkbare resultaten behaalde. De winst per aandeel steeg tot € 1,396 (2013: € 1,174), een toename van 18,9%, geheel in lijn met onze taxatie van € 1,40. Het nettoresultaat over 2014 bevat een aantal specifieke posten met een eenmalig karakter, vooral bestaande uit het vrijvallen van een pensioenvoorziening na het wijzigen van een pensioenregeling naar een beschikbare premierregeling, kosten die betrekking hebben op het terugtreden van bestuurders en kosten gerelateerd aan de volledige afschrijving van acquisitieleningskosten na het vervroegd aflossen van deze leningen. In totaal beïnvloedden deze posten het netto resultaat over 2014 positief met € 0,3 miljoen (2013: € 1,7 miljoen negatief inclusief de toenmalige 16% crisisheffing in Nederland). Eind 2014 bedroeg de solvabiliteit 45,1% (ultimo 2013: 47,2%). Er wordt voorgesteld een totaal dividend over 2014 uit te keren van € 1,10 per aandeel (2013: € 0,77), een stijging van 43%. Dit komt overeen met een pay-out ratio van 78,8% (2013: 65,6%). Na aftrek van het reeds uitgekeerde interim dividend van € 0,40 per aandeel (2013: € 0,17) bedraagt het voorgestelde slotdividend 2014 € 0,70 per aandeel (slotdividend 2013: € 0,60 per aandeel). Het management meldde tenslotte dat het jaar 2015 is gestart in lijn met het begin van 2014. Daaraan werd de traditionele zinsnede 'Gezien de aard van onze activiteiten is het niet mogelijk om de verdere ontwikkelingen van de markt of de resultaten van de groep in 2015 te voorspellen, wij zijn er echter van overtuigd dat onze teams winstgevendende resultaten voor de aandeelhouders kunnen blijven genereren' toegevoegd. Wij taxeren voorlopig een winst per aandeel van € 1,50 voor het lopende boekjaar, een toename van 7% in vergelijking met het (nieuwe) recordjaar 2014. De in vergelijking met geheel 2014 aanzienlijk sterkere US-dollarkoers geeft steun aan deze taxatie. Tegen de huidige beurskoers van € 24,00 wordt daarmee 16x de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen Acom betaald. Indien de pay-out ratio op 79% wordt gehandhaafd, komt het getaxeerde dividendrendement uit op 4,9%.

De jaarcijfers van detacheerder **Brunel International** overtroffen de laag gespannen verwachtingen van de markt. In Q4 2014 bedroeg de omzet € 356,7 miljoen, een stijging van 5% ten opzichte van Q4 2013 (€ 339,6 miljoen). De EBIT daalde met 17% van € 22,8 miljoen naar € 19,1 miljoen, omdat een 3% hoger bruto resultaat van € 65,6 miljoen (Q4 2013: € 3,6 miljoen) gepaard ging met 14% hogere operationele kosten van € 46,5 miljoen versus € 40,8 miljoen. Over geheel 2014 steeg de groepsomzet met 8% van € 1.283,4 miljoen naar € 1.386,6 miljoen en verbeterde de EBIT met 3% van € 72,3 miljoen naar € 74,7 miljoen. Het gemiddeld aantal directe medewerkers nam met 5% toe tot 12.101 (2013: 11.573), terwijl het aantal indirecte medewerkers met 8% toenam van 1.500 tot 1.624. Hierdoor daalde de ratio direct/indirect van 7,7 naar 7,5. De Energie-divisie presteerde feitelijk beter dan verwacht, waarbij steun werd ondervonden van de sterkere US dollar. De performance in de volwassen Nederlandse markt was als goed te kwalificeren (omzet +10%), gedragen door de divisie Finance. De laat-cyclische Engineering tak bleef hier (nog) bij achter. De Duitse omzet bleef stabiel. Nieuw management en een nieuwe aansturing van de business moet vanaf medio dit jaar tot hernieuwde omzet- en winstgroei leiden in deze voor Brunel belangrijke groeimarkt. Het management onthield zich van een prognose ten aanzien van de resultaten in het lopende boekjaar. Met name de onzekere vooruitzichten in de Energie-divisie zijn hiervan de oorzaak. In elk geval zal de Projecten-tak in 2015 een aanzienlijk lagere omzet (en resultaat) genereren, omdat twee grotere projecten worden beëindigd. Voor de Nederlandse en Duitse activiteiten voorziet het management wel progressie. CEO Jan-Arie van Barneveld beschouwt 2015 als een uitdagend jaar, maar is ervan overtuigd dat Brunel deze uitdagingen zal omzetten in kansen die benut zullen gaan worden. "Zoals wij dat altijd doen!" Om dit optimisme kracht bij te zetten, wordt voorgesteld het contante dividend te verhogen van € 0,55 naar € 0,70 per aandeel, hetgeen correspondeert met een verhoging van de pay-out ratio van 53,9% naar 70,7%. Brunel kan zich deze verhoging moeiteloos permitteren gezien de netto kaspositie van € 125 miljoen (€ 5,30 per aandeel) per jaareinde 2014 (eind 2013: € 90 miljoen). Voor het lopende boekjaar 2015 taxeren wij vooralsnog een winst per aandeel van € 0,95 (2014: € 0,99) en een stabiel dividend van € 0,70 per aandeel. Deze taxatie is gebaseerd op de verwachting dat de groei van de detacheringsactiviteiten in Nederland en Duitsland niet voldoende zal zijn om de voorziene teruggang in de Energie-divisie geheel te compenseren. Echter, mocht de olieprijs in de loop van dit jaar een krachtig technisch herstel vertonen, dan is Brunel uitstekend gepositioneerd om hiervan optimaal te profiteren. Tegen de huidige beurskoers van € 18,10 wordt 19 maal de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen Brunel International betaald en komt het dividendrendement op 3,9%.

Koninklijke TenCate, toonaangevend wereldwijd producent van composietmaterialen, geotextiel en kunstgras, boekte over geheel 2014 een autonome omzetgroei van 4%, met een versnelling naar +9% in de tweede jaarhelft en naar +15% in het vierde kwartaal in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder. Dit laatste is toe te schrijven aan de vraag naar TenCate Defender M producten uit de Verenigde Staten, omzetgroei in composieten en industriële beschermende weefsels en een aanhoudende vraag naar kunstgrasgarens. De nettowinst voor eenmalige posten bedroeg € 24,1 miljoen tegen € 23,2 miljoen, een stijging van 3,9%. Dit resultaat bleef licht achter bij onze taxatie. Dit was het gevolg van het feit dat de verwachte toename van de defensie-omzet uitbleef door een trage uitlevering van armourorders (voertuigbepantsering). Voorts werd het resultaat gedrukt door een fors operationeel verlies bij TenCate Advanced Armour, door gedaalde marges in TenCate Geosynthetics en door gestegen marketingkosten. TenCate boekte een bedrag van in totaal € 82,2 miljoen af als *impairment* op TenCate Advanced Armour en Xennia Technology. Deze *impairment* is ingegeven door gewijzigde prognoses en mede gebaseerd op historische resultaten. Daartegenover was er eenmalige bate van € 7,9 miljoen als gevolg van een wijziging in de pensioenregeling in Nederland. Er werd een bescheiden positieve cashflow van € 1,9 miljoen gerapporteerd (2013: € 42,6 miljoen). Er was aan het einde van het jaar een toename van het werkkapitaal door de sterke omzetgroei in het vierde kwartaal mede door aanhoudende vraag naar kunstgrasgarens. De netto schuld per ultimo 2014 bedroeg € 215,5 miljoen (2013: € 188,3 miljoen). De netto schuld/EBITDA-ratio bedroeg 2,57 (eind 2013: 2,27). TenCate verwacht over 2015 een groei te realiseren die vergelijkbaar is met die in 2014. Deze groei volgt uit een vergroting van de verkoop- en marketinginspanningen, verbetering van de marktcondities van de kunstgrasactiviteiten, groei in beschermende weefsels en een groeiversnelling in luchtvaartcomposieten. Daarbij zal het fors negatieve resultaat van de Advanced Armour-groep in 2015 aanzienlijk kleiner zijn dan het afgelopen jaar. Wij taxeren voor 2015 vooralsnog een winst per aandeel van € 1,35 (2014: € 0,91). Tegen de huidige beurskoers van € 20,60 wordt daarmee 15,3 maal de verwachte winst 2015 voor de

aandelen TenCate betaald. Gezien de goede perspectieven voor een solide opbrengsten- en winstgroei in de komende jaren, voorzien wij op termijn een terugkeer naar de topwinsten van 2010 en 2011, toen circa € 2,00 per aandeel werd verdiend. TenCate Advanced Composites speelt in dit perspectief een leidende rol, gezien haar toonaangevende positie in de markt. Het herstel van de omzet in het hoog renderende Defender M vlamwerende textiel, alsmede een geleidelijk herstel in de Geosynthetics- en kunstgrasdivisie, alsmede de invloed van de sterke US-dollar moeten dit jaar tot eerdergenoemde winst per aandeel van tenminste € 1,35 kunnen leiden.

Wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill** kwam met een winstwaarschuwing voor 2014. Als gevolg van een tegenvallende omzet in de belangrijke decembermaand zal de winst licht dalen ten opzichte van 2013. Tot en met de maand november van vorig jaar was sprake van een omzetgroei van 4%. December ontwikkelde zich echter onverwacht tot de slechtste decembermaand in zeven jaar en als gevolg daarvan bleef de groei over heel 2014 steken op 1%. Hierdoor stond de winstgevendheid onder druk. Dankzij een sterkere US-dollar was er een koerswinst op de balanspost debiteuren. De lancering van nieuwe producten verliep volgens plan en de omzet van tijdschriften groeide op jaarbasis. Ook het medio 2014 verworven programma van Rodopi voldeed aan de verwachtingen. De productontwikkeling bij het eind 2013 overgenomen Hes & De Graaf liep vertraging op. Het grootste probleem bleek echter het onverwachte uitblijven van lucratieve eindejaarsorders van digitale collecties en databases te zijn. Vooral de omzet van primaire bronnen en grote naslagwerken had daaronder te lijden. Voor 2015 worden maatregelen genomen om de verkoop te bevorderen en kosten te beheersen. De vooruitzichten voor het lopend jaar worden door de Directie als voorzichtig positief bestempeld. Onder voorbehoud van onvoorziene ontwikkelingen verwacht Brill een winst van € 2,3 miljoen (€ 2,5 miljoen in 2013), per aandeel € 1,23 tegen € 1,32, te kunnen melden. In het kader van een bestendig dividendbeleid zal aan aandeelhouders worden voorgesteld het dividend te verhogen naar € 1,15 per aandeel (2013: € 1,12). Dit impliceert een verhoging van de pay-out ratio van 84,8% naar 93,5%. 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%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 maart 2015 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	11,4%
TKH Group	10,8%
Hunter Douglas	10,8%
BE Semiconductor Industries	10,7%
Nedap	10,4%
Kendrion	10,2%
Aalberts Industries	9,2%
Acomo	9,1%
Brunel International	6,5%
Koninklijke TenCate	4,8%
Overige 4 deelnemingen	7,6%
Totaal	101,5%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Na de voortvarende start in de eerste twee maanden van het jaar, lijkt de gunstige trend zich voort te zetten. De start van het QE-programma van de ECB geeft naar verwachting een extra stimulans aan de interesse om te beleggen in hoog renderende eersteklas Nederlandse small- en midcaps. Ook van de zijde van buitenlandse beleggers is hernieuwde belangstelling zichtbaar, nu de euro ten opzichte van concurrerende valuta (US dollar, Zwitserse frank, Pond Sterling) aan attractie heeft gewonnen. Wij houden voorts rekening met positieve jaarcijfers van onze deelnemingen die nog moeten publiceren (TKH Group en Hunter Douglas) over 2014 en 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 14,4 maal en een bruto dividendrendement van 4,1%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 6 maart 2015