

MAANDBERICHT OVER APRIL 2016

Inleiding

In de maand april lieten de Nederlandse aandelenindices een wisselend beeld zien. De AEX-index steeg 0,9% naar 439,68, de Amsterdam Midkap daalde 0,9% naar 663,32 en de Amsterdam SmallCap Index verloor met 0,1% licht terrein op 770,47.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in april met 1,1% van € 40,65 naar € 41,11. Het totaal beleggingsresultaat over de eerste vier maanden van 2016 kwam daarmee op +4,3%. Het fondsvermogen per 2 mei 2016 bedraagt € 69,8 miljoen, waarvan een bedrag van € 69,0 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 1,2% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 mei 2016 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 41,31
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 41,11
Fondsvermogen	€ 69.822.890
Aantal uitstaande aandelen	1.698.533

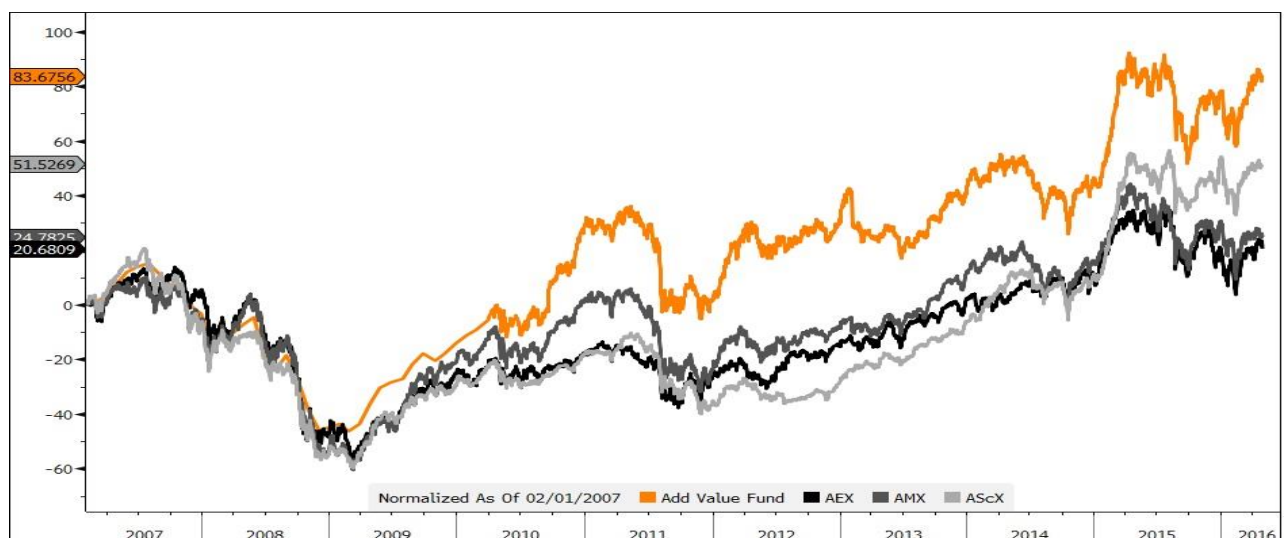
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+4,26	+83,68
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+1,04	+20,68
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-4,21	+24,78
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	-1,78	+51,53

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/04/2016

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/04/2016)

Peildatum: 30/04/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Accell Group	+11,0	-2,4	-1,4	-1,1
2.	Aalberts Industries	+8,1	+1,2	+2,9	-1,9
3.	Brunel International	+7,5	+15,3	+27,3	+6,4
4.	TKH Group	+4,1	+0,1	+0,8	-8,3
5.	BE Semiconductor Ind.	+3,2	+33,6	+41,2	+9,2
6.	Hunter Douglas	+1,7	+16,6	+18,9	+15,8
7.	Koninklijke Vopak	+1,3	+29,7	+18,4	+8,4
8.	Koninklijke Brill	-1,1	+9,8	+17,3	+2,2
9.	Nedap	-4,4	+1,6	+1,9	-6,1
10.	Lucas Bols	-5,4	-10,4	-9,4	-2,8
11.	Acomo	-6,7	+3,1	+4,4	-0,4
12.	ASM International	-17,9	+2,4	-2,8	-9,5
13.	Neways Electronics Int.	-23,2	-14,3	-2,9	-1,1
14.	Kendrion	-23,2	-2,2	-1,3	-1,1
15.	Flow Traders	-	-2,2	-25,6	-14,9

- In april realiseerden 5 van de 15 participaties (= 33%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 7 van de 14 (exclusief Flow Traders) participaties (= 50%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Hunter Douglas** en **BE Semiconductor Industries** bovengemiddeld in de portefeuille. De beurskoers van Hunter Douglas reageerde op de positieve invloed die de overname van sectorgenoet Levolor/Kirsch op de nettowinst vanaf vermoedelijk H2 2016 zal gaan uitoefenen. De koers van BESI steeg na bekendmaking van een sterke orderingang in Q1 2016;
- Het aandeel **Flow Traders** was in april een dissonant met een scherpe koersreactie. Er was geen specifieke aanleiding voor deze koersdaling. Wij vermoeden dat een of meer Amerikaanse hedge funds hebben besloten hun belang in april te verkopen. Wij hebben van deze koerszwakte geprofiteerd door onze positie in de onderneming verder uit te breiden.

Mutaties in de portefeuille

In april hebben wij de positie in **BESI** enigszins verkleind, terwijl het belang in **Flow Traders** verder werd uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas, wereldmarktleider in de productie en verkoop van raambekleding en prominent aanbieder van architectonische systemen (plafond- en gevelsystemen), is de winnaar geworden van de prestigieuze Red Dot Award *for cutting-edge design and functionality* voor het vorig jaar gelanceerde PowerView gemotoriseerd raambekledingssysteem. Uit 5.200 inzendingen van producten en innovaties uit 57 landen werd het PowerView-systeem uitverkoren met de hoogste eer. De *Red Dot Award* is niet de eerste prijs die Hunter Douglas met PowerView in de wacht sleept. Eerder werd het innovatieve domotica-systeem al onderscheiden met *Interior Design's 'Best of Year'*, *Chicago Athenaeum Museum of Art and Design's 'Good Design'*, the *Window Covering Manufacturers Association's 'Top Design Innovation'* en de *Technology Integrator's 'Excite' Award*. Wij vermoeden dat het PowerView systeem met name de groei in omzet en resultaat in de Verenigde Staten, verreweg de grootste markt voor Hunter Douglas, zal doen versnellen.

Uitgaande van een consolidatie van Levolor/Kirsch vanaf H2 2016 – de vorige maand aangekondigde overname is nog in afwachting van goedkeuring door de autoriteiten – verwachten wij dat een winst per aandeel in 2016 van € 5,00

haalbaar moet zijn. Tegen de huidige beurskoers van € 44,50 worden de aandelen Hunter Douglas thans op slechts minder dan 9x de getaxeerde winst 2016 gewaardeerd. Het dividendrendement op basis van het dividendvoorstel 2015 bedraagt 3,4%.

BE Semiconductor Industries, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde de cijfers over het eerste kwartaal van 2016. De omzet bedroeg € 79,0 miljoen, hetgeen aan de bovenkant van de eerder door de onderneming geïndiceerde bandbreedte was. Deze omzet was 1,5% hoger dan in Q4 2015 doordat de marktomstandigheden licht verbeterden en verkopen voor bepaalde smartphone applicaties toenamen. Ten opzichte van het sterke eerste kwartaal 2015 bedroeg de omzetzakelijkheid 16,8%. De orderintake was verrassend sterk en bleek met € 103,9 miljoen nagenoeg gelijk te zijn aan die van Q1 2015 (€ 104,2 miljoen) en lag 34,4% hoger dan Q4 2015 (€ 77,3 miljoen). Deze sterke rebound was het gevolg van een toegenomen vraag van Chinese en Taiwanese subcontractors voor smartphone applicaties en van een sterkere vraag van IDM's (integrated device manufacturers) naar geheugen- en cloud server applicaties. Ook de brutomarge was tevredenstellend en kwam uit op 49,2% boven de eerder getaxeerde bandbreedte van 48 - 49%. De netto kaspositie liep in Q1 2016 verder op tot € 148,4 miljoen, een toename van 8,7% in vergelijking met de stand ultimo 2015 (€ 136,5 miljoen). Dit ondanks de inkoop van eigen aandelen ten bedrage van € 5,2 miljoen in Q1 2016. In de periode 25 september 2015 tot en met 29 april 2016 zijn onder het lopende inkoopprogramma inmiddels 568.831 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 19,36. Het programma loopt door totdat in totaal 1 miljoen stukken (= 2,65% van het aantal uitstaande aandelen) zullen zijn ingekocht. Traditioneel kijkt het management één kwartaal vooruit, omdat de voorspelbaarheid van de uiterst cyclische halfgeleiderindustrie op iets langere termijn verwaarloosbaar klein is. Voor Q2 2016 wordt een omzetgroei van 20 - 25% verwacht in vergelijking met Q1 2016, hetgeen een omzetsniveau van € 95 - € 99 miljoen impliceert (Q2 2015: € 104,3 miljoen). De geïndiceerde brutomarge zal liggen tussen 48 en 50% (Q1 2016: 49,2%), terwijl de operationele kosten naar verwachting met 0 tot 3% zullen stijgen tot circa € 30 miljoen. Hieruit volgt dat het bedrijfsresultaat in Q2 2016 kan uitkomen rond € 17,5 miljoen (Q2 2015: € 21,6 miljoen). Omdat de halfgeleidersector in H2 2015 door het dal ging, mag voor H2 2016 een relatief sterk herstel ten opzichte van deze zwakke periode worden verwacht. Vooralsnog handhaven wij onze winstprognose van € 1,35 per aandeel voor geheel 2016 (2015: € 1,27). Tegen de huidige beurskoers van € 24,- wordt 17,8x de verwachte winst voor de aandelen BESI betaald. Uitgaande van een getaxeerde dividend van € 1,25 (2015: € 1,20), komt het dividendrendement alsdan op 5,2%.

Technologiebedrijf **TKH Group** realiseerde in het eerste kwartaal van 2016 een omzet van € 316,9 miljoen, een daling van 4,9% ten opzichte van Q1 2015 (€ 333,3 miljoen). De autonome omzet liep met 2,7% terug. Deze daling was vooral het gevolg van terughoudendheid voor investeringen in China. Daarnaast daalde de omzet met 0,4% door de desinvestering van het bedrijfs onderdeel Parking & Protection. Lagere buitenlandse valuta ten opzichte van de euro en lagere grondstofprijzen hadden een negatief effect op de omzet van respectievelijk 0,3% en 1,5%. Het bedrijfsresultaat vóór amortisatie van immateriële activa en eenmalige baten en lasten (EBITA) daalde met 13,4% van € 36,0 miljoen in Q1 2015 naar € 31,2 miljoen in het eerste kwartaal van 2016. Industrial Solutions had in deze daling het belangrijkste aandeel. De teruggang in deze groep was hoofdzakelijk terug te voeren op de lagere orderingang in het bandenbouwsegment in 2015. In Q1 2016 was er echter weer een herstel in deze orderingang en konden nieuwe opdrachten met een waarde van € 80 miljoen worden genoteerd. Het aandeel van de top-5 bandenbouwers in deze orderingang nam toe. De EBITA in het segment daalde evenwel als gevolg van de lagere omzet en productiebezetting en door investeringen voor capaciteitsuitbreidingen, met name in Polen, evenals door hogere R&D-uitgaven.

De gepresenteerde resultaten moeten enerzijds worden geplaatst tegen de achtergrond van een zeer sterk eerste kwartaal 2015 en anderzijds in het perspectief dat CEO Alexander van der Lof in maart bij de presentatie van de jaarcijfers schetste: TKH bereidt zich dit jaar voor op verdere groei in de komende jaren, waardoor de kosten in verhouding hoger zullen uitkomen op de korte termijn. Wij houden rekening met een licht lagere omzet en resultaat over het eerste halfjaar 2016, maar verwachten wel dat over geheel 2016 een licht hoger groepsresultaat kan worden behaald. Traditioneel geeft de ondernemingsleiding bij de presentatie van de halfjaarcijfers in augustus een meer specifieke indicatie over de winst voor geheel 2016. Wij taxeren vooralsnog een winst per aandeel 2016 van € 2,45 (2015: € 2,40), waaruit een dividend van € 1,15 (2015: € 1,10) betaalbaar kan worden gesteld. Tegen de huidige

beurskoers van € 34,40 wordt alsdan 14x de getaxeerde winst voor de aandelen TKH Group betaald en komt het (getaxeerde) dividendrendement op 3,3%. Wij achten deze waardering uiterst bescheiden in het licht van de voorziene versnelling van de winstgroei vanaf 2018, wanneer de effecten van de investeringen in nieuwe technologieën als sub-sea kabels, revolutionaire vliegveldverlichting, vision & security applicaties, alsmede de verdere doorbraak van de bandenbouwtechnologie van dochter VMI, in de winstcijfers tot uitdrukking zullen komen. Vandaar dat de aandelen TKH Group in de bovenste regionen van de portefeuille blijven vertegenwoordigd.

ASM International, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, zag de omzet in het eerste kwartaal van 2016 met 2% dalen naar € 142,4 miljoen in vergelijking met Q4 2015 (€ 144,7 miljoen). Ten opzichte van het sterke eerste kwartaal van 2015 bedroeg de omzetsdaling 12% (Q1 2015: € 162,0 miljoen). Net als bij BESI was er een sterke orderingang van € 164 miljoen, een stijging van 21% ten opzichte van Q4 2015. De brutomarge was met 43,9% in Q1 2016 iets lager dan in Q4 2015 (44,8%), maar hoger dan in hetzelfde kwartaal van 2015 (43,1%). Het netto resultaat was met € 5,4 miljoen bescheiden in vergelijking met Q4 2015 (€ 10,8 miljoen), maar in laatstgenoemd resultaat was een eenmalig belastingvoordeel van € 5 miljoen begrepen. Het nettoresultaat werd het afgelopen kwartaal bovendien gedrukt door de zwakke US-dollar die ASMI met een kaspositie van € 416 miljoen raakte doordat het grootste deel van de liquiditeiten in US dollars wordt aangehouden. De winstbijdrage van 40%-deelname ASM PT bleef met € 6,3 miljoen achter bij de consensusverwachting, ofschoon voor H2 2016 een verbetering wordt voorzien. ASMI voorspelt voor Q2 2016 een omzet in een bandbreedte van € 130 - 140 miljoen en een orderingang van € 145 - 165 miljoen, uitgaande van ongewijzigde valutaverhoudingen. CEO Chuck del Prado stelde een veel sterkere tweede helft van 2016 in het vooruitzicht in vergelijking met de eerste zes maanden van het jaar. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 3,00 (2015: € 3,05) bij een ongewijzigd dividend van € 1,00 per aandeel. Net als BESI voert ASMI een aandeleninkoopprogramma uit. Op 28 oktober 2015 is besloten om voor een bedrag van € 100 miljoen eigen aandelen in te kopen gedurende de periode 2015 - 2016. Tot en met 29 april jl. waren in dit kader 1,415,334 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 36,80, zodat voor een tegenwaarde van ruim € 52 miljoen, ofwel 52% van het begrote programma, invulling is gegeven. Tegen de huidige beurskoers van € 35,- zouden derhalve nog circa 1,37 miljoen aandelen kunnen worden ingekocht. Uitvoering van het volledige aandeleninkoopprogramma zou leiden tot een reductie in het aantal uitstaande aandelen van ruim 4,4%. ASMI wordt thans gewaardeerd op circa 11,7x de getaxeerde winst bij een dividendrendement van 2,9%. Op basis van een sum-of-the-parts analyse achten wij een *fair value* van ruim € 50,- per aandeel een betere weerspiegeling van de waarde van het aandeel. Met name de toonaangevende positie van ASMI in ALD-applicaties wordt momenteel onvoldoende op waarde geschat. Vandaar dat wij de positie in ASMI onverkort handhaven in de bovenste regionen van de portefeuille.

Wij waren aanwezig op de jaarvergadering van industrieel toeleverancier **Aalberts Industries**. In 2016 zet het management de strategie verder voort en wordt een aanhoudende groei van omzet en resultaat voorzien. Het afgelopen jaar markeerde het startschot van het strategisch plan 'Aalberts Industries Linked' 2015 - 2018. De omzet steeg met 12% naar € 2.475 miljoen (2014: € 2.201 miljoen), terwijl de EBITA met 10% toenam tot € 272 miljoen. De winst per aandeel klom met 13% naar € 1,72 (2014: € 1,52) licht boven onze prognose van € 1,70. Voor het lopende boekjaar houden wij rekening met een verdere stijging van de winst per aandeel naar € 1,95 (+13%), welke zal worden gedragen door een lichte versnelling van de autonome omzetgroei, die in 2015 op een bescheiden 2% uitkwam. Doordat de bouwconjunctuur in West-Europa aantrekt en er een omzet- en winstherstel in de halfgeleiderindustrie aanstaande lijkt in H2 2016, moet de groei richting 4 à 5% kunnen oplopen. Daarnaast zit er een hogere winstbijdrage uit de acquisities van 2014 aan te komen. Zowel bij Flamco (Climate Control) als Impreglon (Industrial Services) is het afgelopen boekjaar benut om de organisatie aan te passen aan de Aalberts-structuur. In 2016 zullen hiervan de eerste vruchten worden geplukt. Wij verwachten een behoorlijke verbetering van de EBITA-marge die bij beide bedrijven vorig jaar rond 7,5% bedroeg, derhalve nog ruim onder het groepsgemiddelde. Voorts zal er een eerste bijdrage zijn van de nieuwe acquisities die begin dit jaar zijn gerealiseerd, te weten vloeistoftechnologiebedrijf Schroeder Industries en Ushers Machine & Tool (stroomopwekking), tezamen goed voor \$ 53 miljoen extra omzet. Tenslotte verwachten wij een bijdrage uit de schaalvoordelen die Aalberts Industries ten opzichte van de internationale concurrentie weet te boeken. Een grotere aandacht voor het marktleiderschap in specifieke niches, vooral op het gebied van warmte- en

oppervlaktebehandelingen, is in dit kader zeker relevant. Tegen de huidige beurskoers van € 30,- wordt 15,3x de getaxeerde winst per aandeel 2016 voor de aandelen Aalberts Industries betaald en komt het dividendrendement op 2,0% bij een onveranderde pay-out ratio van 30%.

Tankopslagbedrijf **Vopak** rapporteerde zeer solide cijfers over het eerste kwartaal van 2016. Bij een licht gedaalde omzet van € 347,9 miljoen (Q1 2015: € 349,5 miljoen) werd een 5% hogere EBIT van € 150,4 miljoen (Q1 2015: € 143,3 miljoen) geboekt, terwijl de nettowinst met 14% steeg van € 84,9 miljoen naar € 96,8 miljoen. De verbetering van het bedrijfsresultaat was met name het gevolg van een hogere bezettingsgraad van de terminals (94% versus 91% in Q1 2015). De verkoop van de UK-terminals van eind 2015 had daarentegen een neerwaarts effect op omzet en resultaat. Deze verkoop resulteerde in Q1 2016 in een buitengewone bate voor belasting van € 282 miljoen. Mede hierdoor daalde de Senior Net debt/EBITDA-ratio van 2,85 naar 2,02. Deze lagere schuldratio stelt Vopak in staat om nieuwe projecten voor capaciteitsuitbreiding in gang te zetten. Een hogere dividenduitkering is eveneens een optie, ofschoon CFO Jack de Kreij op de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering hieromtrent geen toezegging deed. Omdat Vopak dit jaar het 400-jarig bestaan viert, houden wij wel rekening met een (eenmalig) jubileumdividend over het lopende boekjaar 2016. De onderneming handhaafde de eerdere prognose dat de bezettingsgraad voor geheel 2016 boven 90% zal uitkomen. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 2,75 (2015: € 2,55), waarmee de aandelen Vopak tegen de huidige beurskoers van € 46,- op 16,7x de verwachte winst worden gewaardeerd. Het dividendrendement bedraagt 2,2% op basis van het uitgekeerde cashdividend 2015 van € 1,00 per aandeel.

Wij waren aanwezig op de jaarvergadering van **Neways Electronics International**, in Europa de vierde speler in de markt van Electronic Manufacturing Services (EMS). Neways presteert al jarenlang onder de interne doelstelling van een operationeel resultaat dat door de cyclus heen 7% van de omzet dient te bedragen. In 2015 werd op een omzet van € 374,1 miljoen een genormaliseerd bedrijfsresultaat van € 10,1 miljoen gerealiseerd, waaruit een EBIT-marge van 2,7% volgt. Alle reden voor het management van Neways om voort te gaan op weg van het vorig jaar geannonceerde interne verbeterprogramma. Daarmee wordt beoogd om dichterbij en in nauwere samenwerking met de eindklant te opereren (in vakjargon: een hogere *Customer Intimacy*), om in de waardeketen op te schuiven van pure EMS-leverancier naar strategische partner op het gebied van Product Life Cycle management en zodoende een 'totale klantontzorging' te kunnen aanbieden die leidt tot een status van One-stop Providership. Ook in het lopende boekjaar zal de versterking van het interne fundament van Neways de hoogste prioriteit houden. Cruciaal is daarbij de geplande uitrol van het nieuwe ERP LN systeem van Infor/Baan, dat de afgelopen jaren ernstig stagneerde. Daarnaast is er de integratie van de in 2014 overgenomen BuS Groep in de Neways-organisatie inclusief de te behalen synergievoordelen. Een volgend aandachtspunt is de uitbouw van de directe leveringen vanuit de productiefaciliteiten in China aan OEMs in de regio en uitbouw van de (centrale) inkoopmaterialen in Azië. De uiteindelijke doelstelling is om met Neways *The best total cost of ownership (tco) throughout the complete product life cycle* te kunnen realiseren. In 2016 lijkt Neways op weg om een deel van deze belofte in te lossen. In het eerste kwartaal werd een licht hogere (+2,6%) omzet van € 98,3 miljoen geboekt in vergelijking met Q1 2015 (€ 95,8 miljoen). Alle sectoren droegen positief bij aan deze ontwikkeling die tevens leidde tot een niet nader gekwantificeerde licht hogere winst. De orderportefeuille steeg met 7% van € 165,4 miljoen eind maart 2015 naar € 177,0 miljoen eind Q1 2016. Mede hierdoor ziet het management de rest van het boekjaar met vertrouwen tegemoet. Tijdens de vergadering werd tevens duidelijk dat de onderliggende omzettrends met de grootste eindklanten zonder meer positief zijn. Grootste klant ASML – in 2015 goed voor een omzet van € 48,4 miljoen ofwel 13% van de Neways-omzet – lijkt in 2016 sterker van de ontzorgingsdienstverlening van Neways gebruik te gaan maken. Ook van de kant van Philips Medical, traditioneel de tweede grootste afnemer, voorziet CEO Huub van der Vrande een behoorlijk omzetherstel in 2016. Tenslotte lonkt een fraaie opdracht van Siemens Duitsland als co-producent van een onderdeel van de Siemens e-car. Al met al zijn wij niet negatief over het beleggingsperspectief van Neways Electronics International. Echter, voor het boekjaar 2016 waken wij voor een te groot optimisme, omdat er nog volop geïnvesteerd dient te worden in de organisatie om tot de gewenste stroomlijning en efficiencyverhoging te geraken. Wij hanteren voorsnog een taxatie van de winst per aandeel 2016 van € 0,60 (2015: € 0,54 exclusief buitengewone baten/lasten). Tegen de huidige beurskoers van € 6,80 wordt daarmee een bescheiden

multiple van 11,3x de verwachte winst 2016 voor de aandelen Neways Electronics International betaald. Bij een pay-out ratio van 40% komt het verwachte dividendrendement op 3,5%.

Fietsenproducent **Accell Group** maakte bekend dat de omzet en het resultaat in het eerste kwartaal van 2016 zijn toegenomen ten opzichte van dezelfde periode in 2015. Dit kwam met name door de hogere vraag naar elektrische fietsen en sportieve fietsen in het hogere segment. Daarnaast waren de weersomstandigheden in de eerste maanden van het jaar gunstig voor de fietsverkopen. De verkopen van elektrische fietsen namen in alle landen toe, met name in Duitsland. Maar ook in landen waar de markt voor elektrische fietsen kleiner is, stegen de omzetten in deze categorie met meer dan 10%. Daarnaast is er ook een duidelijke stijging in de vraag naar sportieve fietsen. Als gevolg van deze gunstige ontwikkelingen is de gemiddelde prijs van de verkochte fietsen hoger dan dezelfde periode in 2015. De omzet van onderdelen & accessoires lag op hetzelfde niveau als vorig jaar. De gerealiseerde hogere omzetten hebben volgens René Takens, voorzitter van de Raad van Bestuur, bijgedragen aan een goede stijging van het resultaat in de eerste drie maanden van 2016. Accell handhaaft de eerder uitgesproken verwachting van een verdere stijging van omzet en resultaat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Voorts kondigde Accell de verkoop aan van de onderdelen & accessoires (O&A) activiteiten in Noord-Amerika aan Hawley-Lambert, een O&A-bedrijf gevestigd in de Verenigde Staten en Canada. Met deze transactie wil Accell haar focus vergroten op het kernbedrijf in de Verenigde Staten, met eigen fietsmerken en verwante handelswaren. Accell is tevens met Hawley-Lambert overeengekomen dat zij de exclusieve distributierechten verkrijgen voor de Verenigde Staten en Canada voor Accell's eigen accessoiresmerk XLC. De omzet van de O&A activiteiten zal door deze transactie met circa € 15 miljoen dalen op jaarbasis. De transactie zal een positief effect hebben op het operationeel resultaat en het werkkapitaal. Op de jaarvergadering is eind april gemeld dat Accell de positie in de supply chain wil gaan versterken. Hiertoe dient te worden geïnvesteerd in IT en in extra mankracht. Het ziet ernaar uit dat dit een omvangrijk transitieproces zal zijn, waarbij de eerste stappen intussen zijn gezet. Voor het boekjaar 2016 hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel van € 1,55 (2015: € 1,29) met de aantekening dat het resultaat 2015 door de fraudezaak in Taiwan met een bedrag van € 4 miljoen is gedeflatteerd. Tegen de huidige beurskoers van € 18,50 worden de aandelen Accell Group gewaardeerd op 11,9x de getaxeerde winst en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 4,2%, uitgaande van een 50% pay-out ratio.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 mei 2016 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	12,6%
BE Semiconductor Industries	10,3%
TKH Group	9,9%
ASM International	9,7%
Nedap	9,6%
Kendrion	8,6%
Brunel International	8,2%
Aalberts Industries	7,5%
Acomo	6,8%
Flow Traders	5,0%
Overige 5 belangen	10,6%
Liquiditeiten en overige	1,2%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

In een externe omgeving van bescheiden economische groeiperspectieven en record lage rentetarieven blijkt de propositie van Add Value Fund zich steeds meer in positieve zin te onderscheiden.

De portefeuille van Add Value Fund combineert een op winstgroei en waardecreatie gerichte selectie van internationaal vooraanstaande kwaliteitsondernemingen – veelal Europees of wereldmarktleider in structurele groei- en/of nichemarkten – met een aantrekkelijk en duurzaam dividend. Dit vertaalt zich momenteel naar uiterst aantrekkelijke waarderingen en aanvangsrendementen.

Voor 2016 gaan wij uit van een voortzetting van de autonome omzet- en winstgroei bij onze participaties. Daarnaast zijn er volop mogelijkheden om via acquisities deze groei te versterken.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2016 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 13,8 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 9 mei 2016