

## MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2016

### Inleiding

De (vakantie)maand augustus bracht bij doorgaans bescheiden omzetten per saldo hogere beurskoersen. De AEX-Index steeg 1,9% naar 454,38, de Amsterdam Midkap Index klom 2,7% naar 645,55 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 3,4% toe op 810,93.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in augustus met 2,4% van € 40,87 naar € 41,85. Het totaal netto beleggingsresultaat over de eerste acht maanden van 2016 kwam daarmee op +8,2%.

Het fondsvermogen per 1 september 2016 bedraagt € 71,2 miljoen, waarvan een bedrag van € 70,4 miljoen is belegd in 16 Nederlandse top-bedrijven. 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 1 september 2016 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 42,06
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 41,85
Fondsvermogen	€ 71.244.700
Aantal uitstaande aandelen	1.702.445

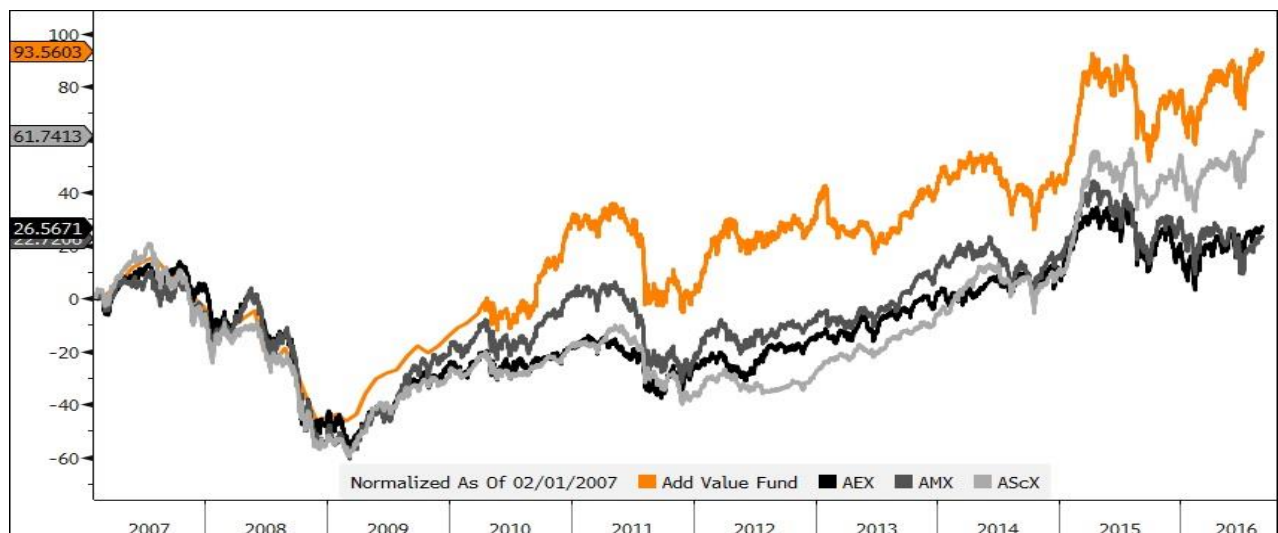
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	Cum.
<b>AVF</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>+21,98</b>	<b>+8,17</b>	<b>+93,56</b>
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+6,38	+26,57
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-5,75	+22,72
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+4,84	+61,74

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/08/2016

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/08/2016)

Peildatum: 31/08/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+60,0	+20,3	+10,7	+5,6
2.	Hunter Douglas	+39,3	+41,5	+17,5	+15,9
3.	Koninklijke Vopak	+23,8	+8,2	-2,9	-1,2
4.	Accell Group	+20,5	+19,2	+22,2	-0,7
5.	Koninklijke Brill	+11,2	+23,3	+2,7	+0,4
6.	Acomo	+8,7	+3,8	+1,5	+2,2
7.	Aalberts Industries	+8,4	+4,9	-5,2	+1,2
8.	Kendrion	+6,3	+32,2	+3,9	+6,0
9.	Brunel International	+1,7	-1,1	-10,0	-13,5
10.	ASM International	+1,5	-12,4	-5,9	-2,2
11.	Neways Electronics Int.	+1,5	+18,5	+21,9	+10,5
12.	Nedap	+1,3	+3,0	+2,9	+5,0
13.	TKH Group	-1,1	+0,1	-1,9	+4,8
14.	Lucas Bols	-5,5	-21,5	-5,4	-3,8
15.	Flow Traders	-30,3	-30,8	-14,3	-16,4
16.	Sif Group	-,-	-,-	-8,7	+1,5

- In augustus realiseerden 10 van de 16 participaties (= 63%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 12 van de 15 (exclusief Sif Group) participaties (= 80%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerde **Hunter Douglas** bovengemiddeld in de portefeuille. De onderneming is na de eind juni afgeronde overname van Levolor & Kirsch uitstekend gepositioneerd om in 2017 een versnelling van de winstgroei te kunnen realiseren;
- **Brunel International** en **Flow Traders** waren de *underperformers* in augustus. Brunel kwam met een winstwaarschuwing voor de tweede helft van 2016 door aanhoudende druk op de resultaten in de Energy-divisie. Flow Traders presteerde weliswaar naar behoren in H1 2016, maar de cijfers bleven achter bij de recordresultaten van H1 2015.

Mutaties in de portefeuille

In augustus hebben wij de relatief kleine positie in **Randstad Holding** met een mooie boekwinst verkocht nadat de beurskoers de bovengrens van het gedefinieerde beleggingsuniversum benaderde. Wij hebben daarnaast het belang in **Kendrion** licht teruggebracht na de sterke koersstijging van de laatste weken.

Bedrijfsnieuws

**Hunter Douglas**, wereldmarktleider in raambekleding en prominent aanbieder van architectonische producten als gevel- en plafondsysteem, rapporteerde solide cijfers over het tweede kwartaal van 2016. De groepsomzet steeg met 6,2% van \$ 673,3 miljoen naar \$ 715,2 miljoen, waarbij de winst voor belasting met 10,7% toenam van \$ 71,3 miljoen tot \$ 78,9 miljoen. Over de eerste zes maanden van 2016 bedroeg de omzetstijging 3,7% (van \$ 1.260 miljoen naar \$ 1.306 miljoen) en kwam de winst voor belasting uit op \$ 103,5 miljoen, een stijging van 10,8% in vergelijking met H1 2015 toen \$ 93,4 miljoen werd verdiend. Wij menen dat Hunter Douglas goed op weg is om onze taxatie van de winst per aandeel van € 4,50 (2015: € 4,04) te realiseren. Tegen de huidige beurskoers van € 51,70 wordt thans 11,5x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Bij een pay-out ratio van 40% komt het dividend op € 1,80 per aandeel, waarmee het verwachte dividendrendement op 3,5% komt. Voor een uitgebreide en diepgravende analyse verwijzen wij naar onze recent gepubliceerde [Investment Case](#).

**TKH Group**, een internationaal opererende groep ondernemingen die zich heeft gespecialiseerd in het ontwikkelen en leveren van innovatieve Telecom-, bouw- en industriële oplossingen, rapporteerde over het tweede kwartaal 2016 een met 6,6% gedaalde omzet van € 333,3 miljoen (Q2 2015: € 356,7 miljoen), waarbij op autonome basis de daling 3,2% bedroeg. De EBITA daalde in deze periode met 11,2% van € 37,8 miljoen naar € 33,6 miljoen, voornamelijk door de lagere omzet in het segment Industrial Solutions, in het bijzonder bij de Bandenbouwdivisie. De daling van het resultaat in het tweede kwartaal was in lijn met de eerder gecommuniceerde lagere orderingang uit China binnen het subsegment manufacturing systems. De situatie in China verbeterde niet in Q2 2016 doordat een aantal verwachte opdrachten, ook binnen de vijf grote bandenbouwers, werd uitgesteld. De vooruitzichten voor de orderingang voor het tweede halfjaar 2016 zijn beter door een aantal nieuw aangekondigde grote projecten waarvoor TKH goed gepositioneerd staat. In het tweede kwartaal werd een raamovereenkomst met een van de Top 5-bandenbouwers overeengekomen. In deze overeenkomst liggen alle condities voor de bestelling van bandenbouwmachines wereldwijd vast. De verschillende vestigingen van de Top-5 bandenbouwer hebben alle een eigen budget en kunnen naar eigen inzicht een bestelling bij TKH-dochter VMI plaatsen. Ook een eventuele volumekorting is in de raamovereenkomst opgenomen, terwijl er eveneens duidelijke afspraken zijn gemaakt over het Intellectual Property (IP), omdat circa 15-20% van de betreffende machinewaarde klantspecifieke kenmerken draagt. De productiecapaciteit van VMI is met het oog op het verwachte hogere activiteitsniveau in de komende kwartalen verder naar boven bijgesteld. Ook binnen de segmenten Building- en Telecom Solutions werden grote contracten gesloten, die zich zullen vertalen in een stijging van de omzet. De investeringen in R&D binnen Building Solutions zijn verhoogd zodat een aantal grote R&D-projecten op basis van positieve terugkoppelingen uit pilot-projecten kunnen worden versneld. Er is veel interesse van klanten door concrete orders voor de nieuwe technologieën, waaronder CEDD, machine vision, subsea-connectivity en light truck bandenbouwsystemen. Investeringen ter voorbereiding op de beoogde groei binnen de verticale groeimarkten geven het management veel vertrouwen voor de toekomst, maar sorteren een licht drukkend effect op de Return on sales (ROS) voor de korte termijn. De vooruitzichten voor H2 2016 voor de marktsegmenten waarin TKH opereert, laten over het algemeen een positiever beeld zien. Binnen Telecom Solutions (13% van de groepsomzet) wordt een omzet verwacht in lijn met die van het eerste halfjaar. De vraag naar glasvezel in China zal in H2 2016 lager liggen, maar dit zal naar verwachting grotendeels gecompenseerd kunnen worden door een aantrekkende vraag uit Europa. Door een andere geografische spreiding van de omzet wordt verwacht dat het resultaat wat lager zal uitkomen ten opzichte van het eerste halfjaar (EBITA € 9,2 miljoen, +16% ten opzichte van H1 2015). Binnen Building Solutions (42% van de groepsomzet) zal de omzet zich in H2 2016 positief ontwikkelen. Zowel binnen connectivity als vision & security is de orderportefeuille en orderingang op een goed niveau en zijn de vooruitzichten voor potentiële orders over het algemeen positief. Per saldo wordt verwacht dat het resultaat in H2 2016 beter zal zijn dan in het eerste halfjaar (EBITA: € 28,9 miljoen, -3,7% ten opzichte van H1 2015). Binnen Industrial Solutions (45% van de groepsomzet) zal als gevolg van het goede orderboek zowel binnen connectivity als manufacturing systems de omzet stijgen. De orderingang voor manufacturing systems zal in H2 2016 naar verwachting hoger zijn dan in het eerste halfjaar. Verwacht wordt dat het resultaat hoger zal zijn ten opzichte van het eerste halfjaar (EBITA: € 32,8 miljoen, -23,2% ten opzichte van H1 2015). Per saldo verwacht TKH, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, over geheel 2016 een nettowinst – voor eenmalige baten en lasten – tussen € 88 miljoen en € 93 miljoen (2015: € 99,9 miljoen). Dit impliceert dat 2016 als een typisch overgangsjaar kan worden beschouwd, waarbij als gevolg van een tijdelijk lagere vraag uit vooral China en aanhoudend hoge R&D-uitgaven, de nettowinst eenmalig een daling zal vertonen. Wij taxeren een winst per aandeel 2016 van € 2,20 (2015: € 2,40), waarmee de aandelen TKH Group bij de huidige beurskoers van € 34,- worden verhandeld tegen 15,5x de verwachte winst. Het verwachte dividendrendement bedraagt bij een uitkering van € 1,00 per aandeel (2015: € 1,10) ruim 2,9%. Het aandeel TKH Group noteert thans 10% onder de slotkoers van 2015 en 16% onder de topkoers van € 40,52 van 6 augustus 2015. Omdat wij onverminderd positief gestemd zijn ten aanzien van de Investment Case van TKH Group en voor zowel 2017 als 2018 een behoorlijke stijging van de winst per aandeel voorzien, handhaven wij de positie in het aandeel in de bovenste regionen van de portefeuille.

Electromagnetenproducent **Kendrion** rapporteerde solide resultaten over de eerste zes maanden van 2016. Bij een stabiele omzet van € 114,1 miljoen (Q2 2015: € 114,3 miljoen) steeg het vergelijkbare bedrijfsresultaat EBITA met 8% van € 8,0 miljoen naar € 8,6 miljoen. Dit betekende een verbetering van de operationele marge van 7,0% naar 7,5%.

CEO Joep van Beurden meldde in een toelichting op de cijfers dat Kendrion goed op koers ligt om de doelstellingen van de begin mei geformuleerde nieuwe strategie 'Simplify, Focus and Grow' te gaan realiseren. Deze gaan voor de komende drie jaar uit van een samengestelde omzetgroei van jaarlijks gemiddeld 5% met eind 2018 een EBITA-marge van 10%. Over het eerste halfjaar 2016 steeg de omzet van de Industriële activiteiten met 1%, terwijl de Automotive-omzet met 2% terugliep. Deze laatste daling was hoofdzakelijk het gevolg van moeilijke marktomstandigheden in de deelmarkt van Commercial Vehicles in Noord-Amerika (zware trucks) en China (stadsbussen). Van Beurden meldde dat het opstartproces van de schokdemperopdracht voor de Duitse automotive-toeleverancier Billstein goed op schema ligt. De komende drie tot vijf jaar zal deze order een grote positieve invloed op de *top line* omzet gaan hebben. Door de verbeterde schokdemperfunctie gaan zowel het comfort als de veiligheid van de passagier erop vooruit, twee belangrijke doelstellingen van automobielproducenten. Van Beurden meldde een toenemende belangstelling van andere automotive-spelers voor deze innovatie. Al met al zien wij geen aanleiding om onze winstprognose voor geheel 2016 aan te passen. Wij handhaven een winst per aandeel taxatie van € 1,40 (2015: € 1,28) in de wetenschap dat de vergelijkingsbasis met de zwakke tweede jaarhelft van 2015 relatief gunstig is. Deze prognose is exclusief buitengewone baten/lasten, waarvan is aangegeven dat deze over geheel 2016 naar verwachting € 4,0 miljoen (H1 2016: € 3,4 miljoen) zullen bedragen en die tot structurele besparingen van eveneens € 4,0 miljoen zullen leiden. Tegen de huidige beurskoers van € 25,65 wordt 18,3x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Kendrion betaald. Bij een ongewijzigd dividend van € 0,78 per aandeel komt het dividendrendement op 3,0%.

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde tweede kwartaalcijfers die in lijn met de marktconsensus lagen, maar verlaagde de prognose voor het gehele jaar door de aanhoudend uitdagende marktomstandigheden in de energiesector. Bij een omzetzdaling van 27% van € 317,1 miljoen naar € 231,2 miljoen kwam de EBIT 19% lager uit op € 7,5 miljoen (Q2 2015: € 9,2 miljoen). De scherpe teruggang bij Brunel Energy, waar de omzet met 46% terugviel van € 220,8 miljoen naar € 119,8 miljoen en de EBIT kromp van € 9,6 miljoen naar € 0,6 miljoen, kon maar gedeeltelijk worden gecompenseerd door de verdere verbetering van omzet en resultaten in de divisie Brunel Europa. Hier steeg de omzet met 16% van € 96,2 miljoen naar € 111,4 miljoen en bedroeg de EBIT € 9,6 miljoen (Q2 2015: € 2,1 miljoen). Deze sterke stijging kwam op conto van het eindelijk goed herstellende Brunel Germany waar bij een met 15% gestegen omzet van € 52,9 miljoen (Q2 2015: € 45,9 miljoen) een EBIT van € 6,3 miljoen werd gerealiseerd (Q2 2015: € 1,9 miljoen), waaruit een fraaie EBIT-marge van 11,9% volgt (Q2 2015: 4,1%). Brunel Netherlands realiseerde eveneens een solide omzetgroei, +14% naar € 49,2 miljoen (Q2 2015: € 43,1 miljoen) en een EBIT van € 3,2 miljoen (Q2 2015: € 0,7 miljoen), waaruit een EBIT-marge van 6,5% (Q2 2015: 1,6%) volgt. De lagere Nederlandse marge is het gevolg van een onveranderde omzet in de segmenten Engineering en Finance, waarbij in de laatste sector de groei wordt belemmerd door de personeelsuitstroom bij de grootbanken. In Engineering lijkt Brunel vooralsnog onvoldoende te kunnen profiteren van het herstel in de bouw. Daarnaast werd de omzet in Q2 nadelig beïnvloed door de introductie van nieuwe wetgeving inzake freelancers, hetgeen er toe leidde dat Brunel werd geconfronteerd met de uitstroom van een groot aantal van deze werknemers die een werkrelatie met concurrenten van Brunel aangingen. Dit effect zal ook de omzet en resultaten van Brunel Netherlands in H2 2016 nadelig beïnvloeden. De belastingdruk bleef met 37,9% hoog, maar zal in H2 2016 naar verwachting lager uitkomen. De netto kaspositie bleef onveranderd sterk met € 137 miljoen per eind juni 2016 ondanks de betaling van het (super)dividend in april jl. van ruim € 75 miljoen. Het management verlaagde de prognose voor geheel 2016 naar een omzet van € 850 – 900 miljoen en een EBIT van € 30 – 35 miljoen. Deze winstwaarschuwing impliceert ruwweg een halvering van de verwachte winst per aandeel van € 0,75 in 2015 naar circa € 0,40 in 2016. De aanhoudend uitdagende marktomstandigheden voor Brunel Energy zijn de hoofdoorzaak van deze neerwaartse bijstelling. Ofschoon er marktaandeel wordt gewonnen, ook in aanpalende sectoren zoals mijnbouw, staat de bestaande klantenomzet onder zware druk nu het er niet naar uitziet dat de energiemarkt de komende twaalf maanden zal herstellen. Brunel zet daarom onverkort in op het aanpassen van de detacheringcapaciteit aan de marktvrage. Voor Brunel Netherlands wordt in H2 2016 slechts een geringe omzetgroei voorzien, terwijl onverkort wordt geïnvesteerd in versterking van de organisatie. Alleen Brunel Germany draait op volle toeren en zal aanzienlijk groeien over geheel 2016. Omdat Brunel over een zeer comfortabele netto kaspositie beschikt, voorzien wij een dividendumkering van € 0,75 per aandeel (ongewijzigd ten opzichte van 2015, maar exclusief het extra 'super' dividend van € 0,75). Het bijbehorende dividendrendement van 4,6% legt een bodem onder de huidige

beurskoers van ruim € 16,-. Het management heeft in het verleden bewezen op kundige wijze een zogenaamd 'downseizing process' van een sector te kunnen uitvoeren, waaruit Brunel sterker tevoorschijn kwam dan de concurrentie. De onstuimige ontwikkelingen bij Brunel Energy waren wel aanleiding voor het vertrek van COO Arjan de Vries vanwege een verschil van inzicht ten aanzien van het gevoerde beleid. Diens vertrek gaat gepaard met een *settlement payment* van ruim € 0,3 miljoen. Tegen de huidige beurskoers van € 16,25 wordt een optisch hoge multiple van ruim 40x de (*depressed*) winst voor aandelen Brunel International betaald. Op basis van onze dividendtaxatie van € 0,75 per aandeel bedraagt het dividendrendement zoals hiervoor aangegeven 4,6% hetgeen naar onze mening een adequate vergoeding is om betere tijden af te wachten. Wij voorzien volgend jaar een winstherstel naar het niveau van 2015 met behoud van het contante dividend.

**Sif Group**, Europees marktleider op het gebied van de productie van dikwandige, gelaste buisconstructies voor fundaties voor de olie- en gasindustrie en voor fundaties ten behoeve van de offshore windmolenindustrie, rapporteerde robuuste cijfers over de eerste zes maanden van 2016. Bij een omzet van € 205,3 miljoen (H1 2015: € 98,1 miljoen) werd een genormaliseerde EBITDA van € 36,9 miljoen geboekt (H1 2015: € 24,2 miljoen). Inclusief de kosten van de IPO – Sif Group ging op 12 mei jl. naar de beurs – kwam de EBITDA uit op € 32,1 miljoen. De hoge bezettingsgraad van Q1 2016 zette zich door in het tweede kwartaal, waardoor de toegevoegde waarde-marge opliep van € 42,3 miljoen in H1 2015 naar € 65,2 miljoen in de eerste helft van 2016 (+54%). In de tweede helft van dit jaar zal gepland onderhoud aan de productielijnen leiden tot een lagere bezetting, aldus CEO Jan Bruggenthijns in een commentaar op de halfjaarcijfers. Het orderboek voor de sector Offshore Wind is volledig gevuld voor het lopende boekjaar, terwijl voor de sector Offshore Oil & Gas het basisniveau is bereikt. Voor de komende twee jaar bevindt het orderboek voor zowel Offshore Wind als Offshore, Oil & Gas zich momenteel in de opbouwfase, waarbij het tweede halfjaar 2016 in het teken staat van het definitief binnenhalen van de orders voor 2017. Met name de markt van de Offshore Windprojecten bevindt zich in een stroomversnelling en Sif signaleert dan ook een toenemende vraag in vergelijking met voorgaande jaren. Ofschoon er enige vertraging zichtbaar is bij de toekenning van projecten in het Verenigd Koninkrijk als gevolg van de brexit, wijst alles op een onveranderd commitment van het UK op het gebied van offshore windprojecten. De recente toekenning van de ontwikkeling van de windparken Borssele I en II in een tenderproces door de Nederlandse overheid (gewonnen door Dong Energy) is in dit kader zeker vermeldenswaard. Een belangrijke doelstelling bij de productie van offshore wind is het verlagen van de prijs van offshore windenergie. Intussen blijkt dat het, veel sneller dan verwacht, mogelijk te zijn om offshore windenergie te produceren tegen veel lagere prijzen dan tot voor kort voor mogelijk werd gehouden. Algemeen wordt aangenomen dat de Duitse overheid, in navolging van het Nederlandse voorbeeld, binnenkort ook een tender zal organiseren voor de ontwikkeling van een of meer Duitse windparken. Zoals verwacht, bevindt het activiteitsniveau van de sector Offshore Oil & Gas zich op een laag niveau. Niettemin is Sif in staat geweest om opdrachten binnen te halen voor alle belangrijke projecten die momenteel in de markt worden aangeboden. Hierbij staan de bijbehorende marges wel structureel onder druk. De bouw van de nieuwe productiefaciliteit bij Rotterdam op de Maasvlakte, ligt op schema. Vanwege de laatste ontwikkelingen op het gebied van productspecificaties in de Offshore Windmarkt is onlangs besloten tot het aanbrengen van enkele verbeteringen aan het ontwerp van de constructie van de assemblagehal en de coatinghal die tot een aanvullende investering van circa € 14 miljoen leiden. Het management streeft naar een succesvolle start van de Rotterdamse productiefaciliteit in het komende derde kwartaal. Tegen de huidige beurskoers van € 14,60 wordt thans 8,8x de getaxeerde winst 2016 van € 1,65 (2015: € 1,48) voor de aandelen Sif Holding betaald. Uitgaande van een veronderstelde pay-out ratio van 30% bedraagt het dividendrendement 3,4%.

**Flow Traders**, liquiditeitsverschaffer in Exchange Traded Products (ETP's), rapporteerde over het tweede kwartaal 2016 een 5% hoger netto handelsresultaat van € 67,9 miljoen ten opzichte van Q1 2016 (€ 65 miljoen). Daarbij leverde de stevige marktturbulentie die volgde op het brexit-referendum aan het einde van het kwartaal een stevige impuls aan de handelsresultaten. Overigens was er sprake van een lagere handelsactiviteit in aandelen en aandelen-gerelateerde producten, maar hogere omzetten in het vastrentende segment. Per saldo daalden de *Global Reported ETP Market Values Traded* met 18% in vergelijking met het eerste kwartaal van 2016. Flow Traders behaalde over deze periode een ETP Value Traded van € 141,9 miljard, een daling van 6% ten opzichte van Q1 2016. Over het eerste halfjaar 2016

blijft de wereldmarkt in ETP's onverminderd groeien. De *Global Total Market ETP Value Traded* steeg met 11% naar € 11,1 triljoen in vergelijking met het eerste halfjaar van 2015. De *Global ETP Assets under Management* namen over deze periode toe tot € 2,9 triljoen, het hoogste niveau ooit gemeten. Flow Traders' ETP Value Traded lagen in H1 2016 met € 293 miljard 5,3% lager dan in dezelfde periode van 2015. Deze daling kwam voort uit de voorkeur van beleggers om, gegeven de huidige onzekere macro-economische omgeving, met name actief te zijn in het meest liquide segment van de ETP-markt, waar Flow Traders doorgaans minder actief is. Het netto handelsresultaat kwam in H1 2016 uit op € 132,5 miljoen, 10% minder dan H1 2015 (€ 147 miljoen). De gerealiseerde marge, weergegeven in de *Revenue Capture*, bedroeg 4,5 basispunt (H1 2015: 4,8 bps). Ondanks de lastige marktomstandigheden was co-CEO Dennis Dijkstra tevreden met de gerealiseerde resultaten, met name die in EMEA (Europa, Midden Oosten, Afrika) en in de Amerikaanse regio. In deze laatste markt verkreeg Flow Traders onlangs het FINRA-lidmaatschap waardoor de onderneming binnenkort ook actief kan zijn op de zogenaamde *off-exchange* markt met institutionele klanten als exclusieve tegenpartij. In Azië is het marktaandeel vooralsnog laag, maar streeft Flow Traders ernaar om de activiteiten stap-voor-stap uit te breiden. Over de eerste zes maanden werd een winst per aandeel van € 1,12 geboekt (H1 2015: € 1,30) waaruit een cash dividend van € 0,55 (H1 2015: nog geen dividend) betaalbaar wordt gesteld. Ofschoon het feitelijk ondoenlijk is een prognose te geven van het jaarresultaat, gezien de onvoorspelbaarheid van de markt (volatiliteit), hanteren wij tentatief een winst per aandeel 2016 van tenminste € 2,00 (2015: € 2,76). Gegeven het hoog kas genererende verdienmodel van Flow Traders zien wij ruimte voor een pay-out van minimaal 60% over boekjaar 2016. Dit zou een getaxeed dividend van tenminste € 1,20 per aandeel impliceren. Tegen de huidige beurskoers van € 27,70 vertaalt dit zich naar een dividendendement van ruim 4%.

**Neways Electronics International**, actief in de EMS (Electronic Manufacturing Services)-markt rapporteerde gunstige cijfers over het eerste halfjaar 2016. De netto omzet kwam uit op € 197,9 miljoen, een toename van 4,7% ten opzichte van H1 2015 (€ 189,1 miljoen), voornamelijk dankzij omzetstijgingen in de sectoren Automotive en Defensie. De orderingang in het eerste halfjaar was sterk, waardoor de orderportefeuille met 13,1% toenam naar € 184,4 miljoen ten opzichte van € 163,0 miljoen ultimo juni 2015. De *book-to-bill* ratio was 1,1. De toename van de orderportefeuille en de *book-to-bill* ratio was grotendeels te danken aan binnengehaalde orders bij Automotive, Halfgeleider en Defensie, en geeft een langere termijn zichtbaarheid weer in de orderportefeuille. De brutomarge was 2,6% hoger dankzij de stijging van de netto omzet. Ten opzichte van de netto omzet daalde de brutomarge van 40% in H1 2015 naar 39,2% in het eerste halfjaar van 2016 (H2 2015: 38,9%). De vraag naar complexere box-built systemen steeg, waarbij tegelijkertijd ook de hoeveelheid materiaalcomponenten toenam. De operationele kosten stegen met 1,0%, vooral als gevolg van het toegenomen activiteitsniveau. Bijkomende kosten die verband hielden met veranderingen in de organisatieprocessen en de nog lopende implementatie van het nieuwe ERP-systeem binnen de groep werden gecompenseerd door een verbetering in de operationele uitvoering en de eerste besparingen voortvloeiende uit de grotendeels voltooide organisatorische aanpassingen bij twee werkmaatschappijen. Het genormaliseerde bedrijfsresultaat lag 22,0% hoger op € 7,2 miljoen en vertaalt zich in een marge van 3,6%. De financieringskosten daalden met een kwart van € 1,2 miljoen naar € 0,9 miljoen, voornamelijk als gevolg van de lagere effectieve rente in de eerste helft van het jaar. In de afgelopen 12 maanden tot 30 juni 2016 werd een bedrag van € 5,3 miljoen aan leningen met een hoger rentepercentage afgelost. De belastingdruk was met 23,8% in de eerste helft van 2016 hoger dan de 17% in H1 2015 maar zal in de tweede jaarhelft lager liggen. De belastingdruk van vorig jaar werd positief beïnvloed door een herwaardering van een belastingvordering van € 0,4 miljoen. Het netto resultaat en het resultaat per aandeel stegen hierdoor met respectievelijk 29,4% en 30% tot € 4,4 miljoen en € 0,39 per aandeel. In de tweede helft van 2016 gaat Neways het groepsbrede verbeteringsprogramma '*Up to the next level*' verder uitrollen. De orderportefeuille bevindt zich op een relatief hoog niveau vergeleken met dezelfde periode vorig jaar. Op basis hiervan verwacht Neways ten opzichte van 2015 voor het gehele jaar 2016 een hogere netto omzet en bedrijfsresultaat te realiseren. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 0,75 (2015: € 0,54). Tegen de huidige beurskoers van € 8,35 wordt daarmee 11,1x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Neways betaald. Het dividendrendement komt op 3,6% uitgaande van een veronderstelde pay-out ratio van 40%.

Wetenschappelijke boekhandel **Koninklijke Brill** rapporteerde de definitieve cijfers over het eerste halfjaar 2016 die op hoofdlijnen al in juli waren bekendgemaakt. Bij een omzetsijging van 9% van € 13,2 miljoen naar € 14,4 miljoen steeg de EBITDA van € 0,8 miljoen naar € 1,7 miljoen. Zowel de abonnementenverkoop als de digitale verkopen namen toe, waarbij een nieuw logistiek- en productie-arrangement een additionele EBITDA-bijdrage van € 0,2 miljoen opleverde. Daartegenover stond een eenmalig negatief effect van eveneens € 0,2 miljoen bij gelegenheid van de verkoop van *The International Year Book and Statemen's Who's Who* aan Global Reach Publishers, Ltd. In het Verenigd Koninkrijk. De komende vijf jaar zal Brill evenwel een winstbijdrage uit hoofde van een marketing- en distributieovereenkomst met de koper tegemoet kunnen zien. Het management verhoogde de omzet- en winstprognose voor geheel 2016 naar een autonome omzetgroei van 2-3% en een aanzienlijke verbetering van het EBITDA-resultaat (FY 2015: € 3,8 miljoen). Daarbij wordt wel benadrukt dat de afhankelijkheid van gunstige december-verkopen in deze prognose niet moet worden onderschat. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2016 van € 1,35 naar € 1,45 (2015: € 1,24), waarmee de aandelen Koninklijke Brill bij de huidige beurskoers van € 26,60 worden verhandeld tegen 18,3x de getaxeerde winst. Bij een pay-out ratio van 86% komt het dividend per aandeel op € 1,25 wat resulteert in een verwacht dividendrendement van 4,7%.

Tankopslagbedrijf **Koninklijke Vopak** rapporteerde halfjaarcijfers die weliswaar fractioneel achterbleven bij de marktconsensus, maar onderliggend als uiterst solide zijn aan te merken. Gesteund door een hoge bezettingsgraad van de tanks van 94% steeg de EBITDA met 3% van € 408 miljoen in de eerste helft van 2015 naar € 421 miljoen in de eerste zes maanden van 2016. Wanneer wordt gecorrigeerd voor de desinvesteringen in 2015 (met name de Britse tankopslagactiviteiten) en 2016 (40%-deelneming in Nippon Vopak) bedroeg de pro forma toename van de EBITDA 7%. De desinvestering van de Britse assets leidde tot een buitengewone bate voor belasting van € 283 miljoen waartegenover een afwaardering van de vermogenswaarde (*impairment*) van € 44 miljoen in de EMEA-divisie (Europa, Middle East and Africa) stond en een afboeking van € 25 miljoen in de Azië-divisie. De (senior) net debt/EBITDA ratio verbeterde dientengevolge van 2,81 naar 2,16. Het management verstreekte geen specifieke prognose voor geheel 2016, maar volstond met het statement dat de positieve ontwikkelingen in H1 2016 een gezonde basis vormen voor het te verwachten resultaat voor geheel 2016, waarbij rekening dient te worden gehouden met het gemis van de bijdrage van de verkochte assets en de mogelijk negatieve invloed van valutakoersfluctuaties. CEO Eelco Hoekstra gaf in een commentaar op de cijfers aan dat de wereldwijde vraag naar chemische producten op de lange termijn naar verwachting verder zal toenemen, in het bijzonder in Azië. Deze verwachting is gebaseerd op verdere liberalisering in markten als Mexico en Indonesië, de geleidelijke transitie van China in de richting van een dienst-gedreven economie en de stapsgewijze terugkeer van Iran op de wereldwijde energiemarkt. De markt voor LNG betitelde Hoekstra als onveranderd uitdagend door een versterkt overaanbod op korte termijn, waardoor de tendens naar meer handelsactiviteit en een flexibele opstelling in de opslag zich versterkt. Vopak zal zich de komende jaren richten op een versterking van het internationaal marktleiderschap in tankopslag. In dit kader meldde Vopak vorige maand dat het een overeenkomst met Chevron heeft afgesloten voor de exploitatie van de Bahia Las Minas terminal in Panama met een capaciteit van 509.000 cbm. Bovendien verkreeg Vopak op hoofdlijnen toestemming van de lokale autoriteiten voor de bouw van de eerste fase van een nieuwe eigen olieterminal op dezelfde locatie met een capaciteit van 360.000 cbm. Voor deze nieuwe terminal is al een afnamecontract voor de lange termijn getekend. Resumerend handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel 2016 (exclusief buitengewone baten/lasten) op € 2,75 (2015: € 2,55) en voorzien een dividend per aandeel van € 1,10 (2015: € 1,00). De huidige beurskoers van Vopak is € 46,- en waardeert het aandeel op 16,7x de verwachte winst bij een dividendrendement van 2,4%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 september 2016 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Hunter Douglas	14,5%
TKH Group	9,8%
Nedap	9,5%
BE Semiconductor Industries	9,3%
ASM International	9,1%
Kendrion	8,9%
Brunel International	6,5%
Aalberts Industries	6,1%
Acomo	5,9%
Sif Group	4,4%
Overige 6 participaties	14,8%
Liquiditeiten en overige	1,2%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

Het huidige marktbeeld wordt gekarakteriseerd door geleidelijk stijgende beurskoersen bij overigens bescheiden omzetten. Zoals blijkt uit de in de achterliggende periode gepresenteerde halfjaarcijfers van de ondernemingen in de portefeuille, is het fundament voor een gunstige omzet- en winstontwikkeling in 2016/17 zeker gunstig. Wel moet de komende periode rekening worden gehouden met een toenemende onzekerheid bij beleggers voortkomend uit de naderende verkiezingsstrijd in de Verenigde Staten.

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. Wij menen dat dit segment van de markt goed in staat is om ook in een meer uitdagende macro economische en politieke marktomgeving uitstekend te presteren.

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 14,8 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,8%.

Tegen de huidige aantrekkelijke beurswaarderingen, ultralage rente en overvloed aan liquiditeiten bij zowel strategische als financiële partijen sluiten wij evenwel een overname van een van onze of meerdere participaties dit jaar niet uit.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 7 september 2016

---

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