

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2016

Inleiding

Het jaar 2016 werd afgesloten met sterke koersstijgingen in december. De AEX-Index steeg 5,7% naar 483,17, de Amsterdam Midkap Index krom 5,5% naar 687,25 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 5,9% toe op 829,92.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in december met 4,5% van € 42,58 naar € 44,51. Het totaal netto beleggingsresultaat over geheel 2016 kwam daarmee op +14,9%.

Het fondsvermogen per 2 januari 2017 bedroeg € 77,8 miljoen, waarvan een bedrag van € 77,2 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 0,7% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 januari 2017 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 44,28
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 44,51
Fondsvermogen	€ 77.809.418
Aantal uitstaande aandelen	1.748.253

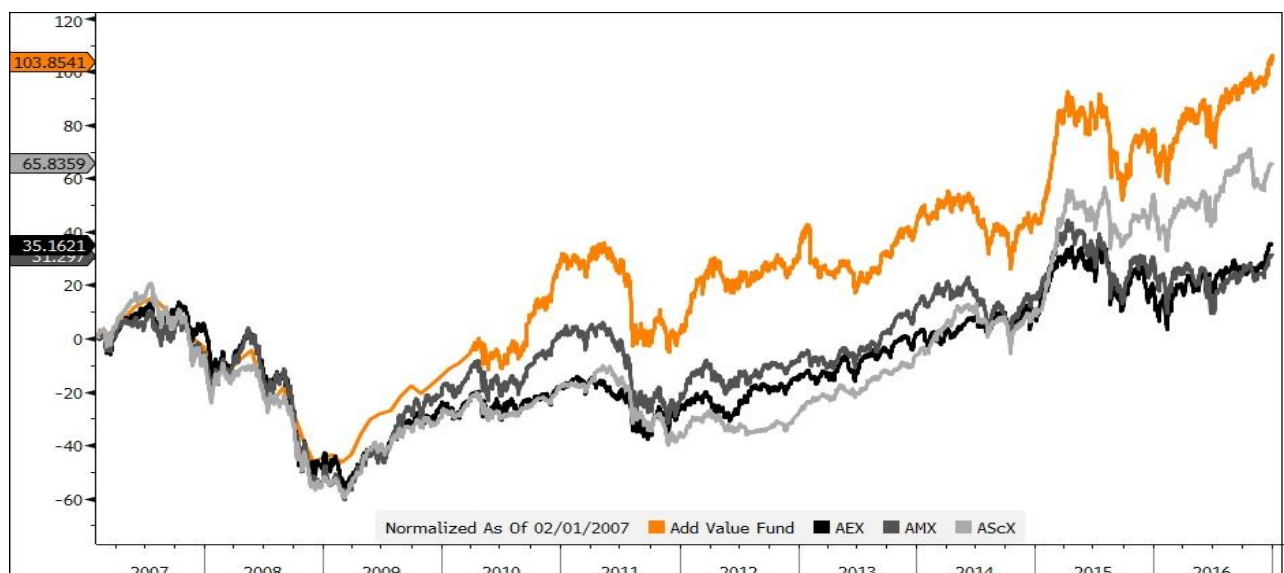
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+14,91	+103,85
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+35,16
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+31,30
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+65,84

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/12/2016

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/12/2016)

Peildatum: 30/12/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+70,5	+29,3	+4,1	+1,1
2.	Hunter Douglas	+47,7	+25,5	+8,5	+1,1
3.	Neways Electronics Int.	+23,7	+26,3	+7,4	+3,7
4.	Koninklijke Brill	+18,7	+20,6	+8,7	+9,2
5.	ASM International	+17,9	+22,4	+17,1	+6,4
6.	Koninklijke Vopak	+13,1	0,0	-3,9	+1,8
7.	Kendrion	+10,4	+15,2	-1,6	0,0
8.	Nedap	+8,4	+16,4	+11,3	+6,0
9.	Accell Group	+4,0	+17,8	-3,2	+9,2
10.	TKH Group	+0,4	+23,7	+8,1	+7,6
11.	Aalberts Industries	-3,1	+13,9	+1,5	+7,2
12.	Brunel International	-8,4	-6,8	-1,2	+10,8
13.	Acomo	-9,9	-5,0	-5,7	+9,4
14.	Lucas Bols	-22,2	+7,8	+8,4	-0,9
15.	Flow Traders	-27,8	+5,7	+20,9	+9,6
16.	Sif Group	-,	+3,2	+9,4	+4,6

- In december realiseerden 14 van de 16 participaties (= 88%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 10 van de 15 (exclusief Sif Group) participaties (= 67%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerde **Brunel International** bovengemiddeld in de portefeuille. De stijgende olieprijs in combinatie met een aanzienlijke *underperformance* van het aandeel in de voorgaande periode lagen ten grondslag aan de inhaalbeweging van de beurskoers;
- **Lucas Bols** presteerde met een lichte koersdaling beneden gemiddeld in december, zonder dat daar een specifieke reden voor was.

Mutaties in de portefeuille

In december hebben wij de belangen in **Acomo**, **ASM International** en **Nedap** licht uitgebreid. In Acomo lijkt de verkoopdruk na enige maanden te zijn weggeëbd, in ASMI is de som-der-delen (waarde 39%-belang in ASM PT+ netto kaspositie + ondernemingswaarde frontend-activiteiten) ruim 30% hoger dan de huidige beurskoers en ten aanzien van Nedap verwachten wij een *re-rating* van het aandeel in 2017 mede door de gestegen melkprijzen en hogere marges door het optimaliseren van de supply chain.

Bedrijfsnieuws

ASM International, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, houdt een minderheidsbelang van circa 39% in ASM PT, specialist in backend-toepassingen voor chipproducenten. Het op de beurs van Hongkong genoteerde ASM PT heeft met name de afgelopen zeven maanden een sterke koersstijging laten zien, nu de vooruitzichten voor het backend-segment stilaan verbeteren. Over deze periode steeg de beurskoers 58% van HK\$ 52 naar HK\$ 82. Daarnaast steeg de Hongkong dollar ook nog eens met bijna 10% ten opzichte van de euro. De waarde van het belang in ASM PT is inmiddels opgelopen tot ruim € 1,6 miljard – tweederde van de huidige beurswaarde van ASMI van € 2,7 miljard – ofwel € 27,- per aandeel. Daarnaast bezit de schuldenvrije onderneming een riant netto kaspositie van € 363 miljoen per ultimo september, ofwel € 6,- per aandeel. Dit houdt in dat aan het kernbedrijf van ASMI, het sterk presterende front-end-segment, momenteel een waarde wordt toegekend van slechts € 700 miljoen.

Op basis van de waardering van beursgenoteerde front-end concurrenten zoals Applied Materials, LAM Research en Tokyo Electron zouden de front-end activiteiten een waarde moeten vertegenwoordigen van circa 1,2 miljard, ofwel € 22,50 per aandeel. De som-der-delen (39%-belang ASM PT + netto kaspositie + waardering front-end activiteiten op basis van concurrenten) zou dan uitkomen op circa € 55,50 per aandeel, waarmee de huidige beurskoers van ASMI een discount van bijna 25% doet ten opzichte van deze som-der-delen. Dit impliceert een sterke onderwaardering van het kernbedrijf, hetgeen tevens een afdoende verklaring vormt voor de aanhoudende inkoop van eigen aandelen door de onderneming.

Tevens rapporteerde ASMI in oktober bevredigende cijfers over het derde kwartaal van 2016. De omzet kwam uit op € 144,2 miljoen, een stijging van 4% ten opzichte van Q2 2016 en een daling van 11% in vergelijking met Q3 2015. De orderingang bedroeg € 122,6 miljoen, hetgeen 23% lager was dan over Q2 2016 (€ 159,1 miljoen) en 17% minder dan Q3 2015 (€ 148,1 miljoen). Zowel de gerapporteerde omzet als de orderingang lagen binnen de eerder door de onderneming geïndiceerde bandbreedte van respectievelijk € 135 - 150 miljoen en € 100 - 130 miljoen.

De brutomarge verbeterde licht in Q3 2016 naar 44,2% (Q2 2016: 43,8%; Q3 2015: 43,4%). De minderheidsdeelneming in ASM PT (39%) presteerde naar behoren en noteerde een bijdrage van € 26,7 miljoen aan de resultaten (Q2 2016: € 16,4 miljoen; Q3 2015: € 8,6 miljoen). Per saldo werd een nettowinst van € 39,8 miljoen verantwoord, 6% lager dan € 42,3 miljoen van Q2 2016 en bijna 20% onder € 49,5 miljoen van Q3 2015. Voor het vierde kwartaal 2016 voorspelt het management een omzet binnen een bandbreedte van € 150 - 170 miljoen, terwijl de orderingang wordt begroot in een range tussen € 130 - 160 miljoen, uitgaande van stabiele valutaverhoudingen.

Voor 2017 voorziet ASMI een duidelijke verbetering van de *single wafer ALD-markt*, waar men eerder van een 'sterke verbetering' sprak. Deze iets conservatievere stellingname houdt verband met het onveranderd grillige bestedingsgedrag van afnemers, alsmede de mogelijk versturende invloed van valutabewegingen. ASMI kondigde voorts een nieuw aandeleninkoopprogramma ter waarde van € 50 miljoen aan voor de periode 2016 – 2017, waarvan inmiddels bijna 13% is uitgevoerd, te weten 153.022 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde koers van € 42,31 per aandeel. Het vorige aandeleninkoopprogramma, met een tegenwaarde van € 100 miljoen gedurende de periode 2015 - 2016, werd in november afgerond. In totaal zijn 2.772.729 aandelen tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 35,98 per aandeel ingekocht, overeenkomend met 4,4% van het uitstaande aandelenkapitaal. Wij taxeren een winst per aandeel 2017 van € 2,55 (2016tax: € 2,15) voor ASMI. Tegen de huidige beurskoers van € 42,- wordt derhalve 16,4x de getaxeerde winst 2017 voor aandelen ASMI betaald en komt het dividendrendement naar verwachting op 1,7%.

Wij waren aanwezig op de Capital Markets Day (CMD) van **TKH Group**, leverancier van technische oplossingen, die werd gehouden bij de Veluwe Machine Industrie (VMI Group) in Epe, het centrum van de bandenbouwactiviteiten. Tijdens deze CMD werd specifiek ingegaan op de vooruitzichten van de twee belangrijkste groeiverticals, te weten Machine Vision en Bandenbouw.

TKH Group introduceerde vier jaar geleden het strategische groeimodel dat is gebaseerd op vier kerntechnologieën (vision & security, communicatie, connectivity en productiesystemen) die specifiek worden uitgerold naar zeven groeimarkten. Van de groepsomzet van € 1,375 miljard in 2015 heeft bijna € 700 miljoen, ofwel 51%, betrekking op deze geïdentificeerde groeimarkten. Dit percentage zal naar verwachting de komende jaren sterk groeien, doordat de groei buiten de geïdentificeerde gebieden structureel lager ligt en doordat TKH heeft aangegeven niet-kernactiviteiten te zullen afstoten. Het kompas waarlangs de groei van TKH zal plaatsvinden, kan als volgt worden weergegeven:

Groeimarkt (omzet in € miljoen)	2012	2014	2015		Groeiscenario's	3 – 5 jaar
Fibre Optics Network	80	99	101		120	150
Parkeeroplossingen	20	35	50		75	100
Tunnel & Infra	30	25	42		100	150
Marine, Olie & Gas	20	50	58		100	125
Zorgoplossingen	30	34	39		70	100
Machine Vision	95	103	114		150	175
Bandenbouw	175	338	291		450	550
Growth Verticals	450	685	697		1.065	1.350

Uit het bovenstaande overzicht blijkt dat de groeimarkten Machine Vision en Bandenbouw in 2015 tezamen goed waren voor 58% van de kernomzet van TKH Group. Voor beide groeiverticals werd een positief middellang perspectief geschetst, waarbij de aantekening past dat de voorziene groei in Bandenbouw een uiterst cyclisch verloop kent, terwijl de groei in Machine Vision naar verwachting gelijkmatiger zal verlopen. Visiotechnologie bestaat uit camera- en sensortechnologie in combinatie met het digitaal bewerken van visuele informatie, zodat bruikbare beelden of informatie ontstaan voor interpretatie door mens en/of machine. Visiotechnologie speelt bij TKH een belangrijke rol bij onder andere medische oplossingen, industriële automatisering (bandenbouw, automotive, robot en logistiek) evenals bij beveiligingsoplossingen. Ter ondersteuning van de bovenvermelde groeiscenario's heeft TKH 25 zogenaamde Building Blocks geformuleerd die het groeiproces moeten ondersteunen. Voor de groeiemarkt van Machine Vision zijn de volgende vier Building Blocks geformuleerd:

- Sterke groei in de 2D-inspectiemarkt in combinatie met innovatieve oplossingen;
- Sterke groei in de 3D-inspectiemarkt in combinatie met innovatieve oplossingen;
- Groei van het marktaandeel in Noord-Amerika, Europa en Azië;
- Focus op inspectiesystemen voor de medische industrie en de bandenbouwmarkt.

Frank Grube, CEO van TKH-dochter Allied Vision, ging specifiek in op de 2D-inspectiemarkt. Allied Vision boekt een jaaronzet van circa € 150 miljoen, waarbij ongeveer 70% van de geleverde camera's standaardoplossingen betreffen en de overige 30% op klantenspecificatie wordt gemaakt. Ongeveer 5% van de omzet betreft service- en onderhoudswerkzaamheden. Grube benadrukte dat Machine Vision een nog relatief jonge technologie is, en dat lang niet alle mogelijkheden al zijn onderzocht. Hij is ervan overtuigd dat veel toekomstige producten en diensten waarvan we ons nu nog niet eens een voorstelling kunnen maken, gebruik zullen gaan maken van digitale beeldverwerkingstechnologie. Denk daarbij aan 3D-scannen en printen, zelfrijdende auto's of drones evenals de integratie van digitale informatie met 'real time video', een methode die veelal op mobiele telefoons wordt toegepast. Allied Vision is wereldwijd actief met meer dan 300 medewerkers op acht locaties, in Duitsland (Osnabrück, Ahrensburg en Stadroda), de Verenigde Staten (Exton, Pennsylvania en Newburyport, Maryland) en Canada (Burnaby, Brits Columbia). Er zijn verkoopkantoren in Shanghai en Singapore en distributiepartners in meer dan 30 landen. De markt waarop Allied Vision zich richt, de Machine Vision Digital Camera markt, groeit volgens marktvorsers jaarlijks met gemiddeld 15% in de periode 2015 – 2020 naar een waarde van € 1,22 miljard (2015: € 600 miljoen). Allied Vision richt zich op vier groeisegmenten in deze markt, te weten: Industrial Vision, Medical & Life Science, Retail en Emerging segments (onder andere Entertainment, Marketing & Multimedia en sportanalyses).

CEO Terry Arden van TKH-dochter LMI Technologies ging dieper in op de strategie in de 3D scanning & inspection markt. LMI Technologies genereert thans een jaaronzet van circa \$ 100 miljoen en is een vooraanstaand ontwerper en producent van 3D smart sensors die worden ingezet voor 3D scanning, -meting en acceptatiebeleid in all-in-one pakketten. Net als Allied Vision opereert LMI Technologies - sinds 1978 - wereldwijd vanuit het hoofdkantoor in Vancouver (Canada) met ondersteuning van acht regionale kantoren en meer dan 60 distributeurs in ruim 40 landen. In totaal telt LMI 180 directe medewerkers en heeft de onderneming sinds oprichting meer dan 110.000 sensors bij klanten in de markt geplaatst. De hoogwaardige technologie van LMI wordt beschermd door meer dan 100 patenten. De smart sensors van LMI Technologies zijn onontbeerlijk in de evolutie naar Industry 4.0 en kunnen TKH-klanten efficiënt bedienen op het gebied van automatisering, optimalisering en kwaliteitscontrole. Met name op dit laatste gebied werden de nodige voorbeelden getoond, waarbij met name de markt voor 3D inline inspectie van de elektronica-markt, met momenteel een omvang van \$ 200 miljoen, als zeer kansrijk werd aangemerkt. Daarnaast ontwikkelen de markten van kantoorautomatisering (\$ 75 miljoen), automotive (\$ 70 miljoen) en rubber/bandenbouw (\$ 50 miljoen) zich sterk. Volgens interne schattingen van LMI Technologies zal de 3D Sensor Inline Markt in de periode 2015 – 2020 naar verwachting met jaarlijks 15-20% groeien naar een waarde van \$ 800 miljoen (2015: \$ 380 miljoen). Dat is dus een sterkere groei dan in het 2D-segment, hetgeen te verklaren is uit de hogere eisen die aan veel controleprocessen worden gesteld. LMI Technologies heeft de ambitie om marktleider Keyence (Japanse beursgenoteerde multinational met een omzet van \$ 3 miljard en EBIT-marges van 53%!) naar de kroon te steken. LMI onderscheidt zich naar eigen zeggen door een hogere *customer intimacy* en profileert zich als een zogenaamde *catalogue driven company*, waar

Keyence meer 'Starbucks-achtige kenmerken' zou vertonen. Gezien de geschetste vooruitzichten van Allied Vision en LMI Technologies is het geformuleerde groeiscenario van Machine Vision voor de komende 3-5 jaar als uiterst conservatief te beschouwen. Immers, als beide ondernemingen de verwachte marktgroei zouden bijhouden, impliceert dit een omzet van meer dan € 175 miljoen over drie jaar. Omdat het de ambitie van beide ondernemingen is om marktaandeel te winnen, is een minimaal omzetsniveau van € 200 miljoen over drie jaar naar onze mening een realistischer aanname voor het toekomstig potentieel van Machine Vision.

Met bijna 42% van de kernomzet in 2015 is de groeivertical Bandenbouw met voorsprong de belangrijkste groeikern van de TKH Group. Dochteronderneming VMI bezit een marktaandeel van meer dan 70% in de zogenaamde *outsourced* markt, die van de kleinere en middelgrote bandenproducenten die geen in-house productie van bandenbouwmachines hebben. Het marktaandeel bij de Top 5 (Bridgestone – 14,6%, Michelin – 13,7%, Goodyear – 9,4%, Continental – 6,0% en Pirelli – 4,3%) ligt boven 20%, maar VMI heeft de ambitie om dit de komende jaren te verhogen tot boven 50%. Gezien VMI's toonaangevende positie op het gebied van technologie-ontwikkeling (beschermd met patenten) en de combinatie met in-huis beschikbare Machine Vision-toepassingen, is deze ambitie naar onze mening alleszins realistisch. VMI streeft naar een gemiddelde jaarlijkse autonome omzetgroei van tenminste 10% en een ROS (Return on Sales) van meer dan 14%. Uitgaande van een jaarlijkse marktgroei van 2-3% van de wereldwijde autobandenmarkt (met name bij snelgroeiende Aziatische producenten) en een druk op het gezamenlijke marktaandeel van de Top 5 bandenbouwproducenten, is het een aannemelijk scenario dat de grote producenten binnen afzienbare termijn (de komende 3 tot 5 jaar) de superieure technologie van VMI zullen gaan omarmen. In zijn presentatie toonde COO Guido Roncken van VMI Group de expansieplannen van de grotere bandenproducenten voor de komende periode en die laten een forse pijlpijn van (in principe) grote opdrachten voor VMI zien. Zoals bekend is de banden(bouw)markt zeer cyclisch. De jaren 2015 en 2016 kunnen in dit opzicht worden gekwalificeerd als verhoudingsgewijs mindere jaren na het absolute topjaar 2014, waarin in de eerste drie kwartelen een orderingang van telkens € 100 miljoen per kwartaal werd genoteerd. Ter vergelijking: in de eerste drie kwartalen van 2016 bedroeg deze respectievelijk € 80, € 50 en € 60 miljoen. De teruggang in orderintake is overigens geheel toe te schrijven aan het stilvallen van de opdrachten uit China vanwege het instellen van protectionistische maatregelen door de Verenigde Staten. De orderintake van de Top-5 producenten steeg wel in de periode 2014 – 2016: van circa 10% naar ruim 30%. Zodra de (deels cyclische) vraag naar productiecapaciteit in China weer aantrekt, is het geschetste perspectief voor de groeivertical Bandenbouw naar onze mening uiterst realistisch. Het cyclische karakter van VMI wordt overigens versterkt door de noodzaak om in magere (omzet)jaren capaciteit op te bouwen voor uitlevering in de volgende opgaande fase. De kost gaat dus letterlijk voor de baat uit. Een dergelijk fenomeen doet ook, zij het in mindere mate, opgeld voor de Machine Vision groeikern.

Vorige maand kwam TKH Group met een *trading update* over het derde kwartaal 2016. De omzet daalde in dit kwartaal met 3,5% naar € 328,6 miljoen (Q3 2015: € 340,4 miljoen), waarbij de autonome omzet in Building Solutions met 2,3% steeg, maar die in Telecom Solutions en Industrial Solutions met respectievelijk 0,2% en 6,7% daalde. Deze laatste teruggang was conform de reeds eerder gecommuniceerde lagere orderingang door terughoudendheid bij investeringen in China. De EBITA daalde in Q3 2016 met 6,1% van € 37,8 miljoen naar € 35,5 miljoen. Over de eerste negen maanden van 2016 daalde de omzet met 5,0% van € 1.030,4 miljoen naar € 978,7 miljoen en kwam de EBITA 10,2% lager uit op € 100,3 miljoen (1^{ste} negen maanden 2015: € 111,6 miljoen). Hieruit blijkt dat de daling van het resultaat in het derde kwartaal afnam ten opzichte van het eerste halfjaar. Deze relatieve verbetering werd gerealiseerd door de stijging van de autonome omzet en winst binnen Building Solutions. In het segment Industrial Solutions verbeterde de orderingang zich binnen het sub-segment Manufacturing Systems, maar bleef nog achter op het beoogde intakeniveau vanuit het toegenomen aantal aangekondigde projecten in de bandenbouwindustrie.

Volgens CEO Alexander van der Lof is het perspectief voor een hogere orderingang in de komende kwartalen echter positief. Al met al ontwikkelen de activiteiten zich in lijn met de vooruitzichten zoals uitgesproken bij de bekendmaking van de resultaten over het eerste halfjaar 2016. Daarom handhaaft de Raad van Bestuur de eerdere prognose van een nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten over geheel 2016 die binnen een bandbreedte van € 88 tot € 93 miljoen (2015: € 99,9 miljoen) zal uitkomen. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 2,20

(2015: € 2,40) en voor 2017 op € 2,35. Voor 2018 rekenen wij op een versnelling van de winstgroei doordat zowel Machine Vision als Bandenbouw dan een sterk stijgende omzet en resultaat moeten kunnen overleggen, terwijl de (aanloop)kosten op een stabiel of lager niveau zullen liggen. Wij gaan voor 2018 tentatief uit van een winst per aandeel van € 2,75 (+17% ten opzichte van 2017). Tegen de huidige beurskoers van € 37,50 wordt 16x de verwachte winst 2017 en 13,6x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen TKH Group betaald bij een getaxeerd dividendrendement van 3,1%.

Tijdens de 16^e Briques d'Or prijsuitreiking, georganiseerd door de Franse Enseigne & Innovation club, heeft technologiebedrijf **Nedap** met de !D Top de Brique d'Or prijs gewonnen voor het meest innovatieve product. De !D Top – een RFID-overheadlezer voor artikelbeveiliging in winkels – werd door de jury als meest innovatieve oplossing beoordeeld, omdat deze RFID-lezer geen ruimte in de ingang van de winkel in beslag neemt, voor een betrouwbare detectie zorgt en dankzij hoogwaardige filtertechnologie en richtingsdetectie valse alarmen voorkomt. Omdat de !D Top geen vloerruimte vereist, is het een uiterst geschikte artikelbeveiligingsoplossing voor winkels met beperkte ruimte bij de ingang. De overheadlezers passen naadloos in het winkelinterieur en detecteren non-moving tags in de directe omgeving van de lezer. Dit biedt de mogelijkheid om getagde artikelen dicht bij de entree van de winkel te plaatsen. De !D Top is voorzien van een geavanceerde antenne-array die op dynamische wijze diverse onafhankelijke signalen in verschillende richtingen uitzendt. Zo bepaalt de RFID-lezer of een product daadwerkelijk wordt voortbewogen of dat er sprake is van een stationaire tag. Daarnaast wordt gedetecteerd in welke richting RFID-tags zich bewegen. Zo kan op een betrouwbare manier gecontroleerd worden of iemand die een kledingstuk draagt de winkel verlaat of in de winkel onder de !D Top doorloopt.

Nedap verwacht over 2016 een groei van de opbrengsten van ongeveer 3% (opbrengsten 2015: € 180,9 miljoen). Exclusief de marktgroep Energy Systems, waarvan de activiteiten dit jaar conform plan worden afgebouwd, bedraagt de voorziene opbrengstengroei over 2016 ongeveer 5%. De winst voor belastingen exclusief eenmalige posten stijgt naar verwachting met 20 tot 25% ten opzichte van de in 2015 gerealiseerde € 11,2 miljoen.

Wij taxeren voor 2016 een winst per aandeel van circa € 2,00 (2015: € 1,88) voor Nedap en voorzien voor 2017 een verdere stijging naar € 2,35. Deze verbetering is deels het gevolg van de doorgevoerde verbeteringen in de supply chain en deels de resultante van het succes van de technologische oplossingen die Nedap aanbiedt. Tegen de huidige beurskoers van € 33,30 wordt 14,2x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Nedap betaald. Bij een pay-out ratio van 75% bedraagt het toekomstig dividendrendement alsdan 5,3%.

Wetenschappelijke uitgeverij **Koninklijke Brill** meldde de voorgenomen overname van de Duitse uitgeverijen Ferdinand Schöningh en Wilhelm Fink. Door deze overname vergroot Brill haar portefeuille met hooggewaardeerde tijdschriften en boekenseries in de deelgebieden Geschiedenis, Theologie, Literatuur en Culturele Studies, Media Studies en Filosofie. De totale portfolio omvat 5.500 boektitels en zeven tijdschriften, waarbij de jaarlijkse aanwas van nieuwe titels 330 bedraagt, ofwel een gemiddelde jaarlijkse groei van 6%. De jaaromzet bedraagt ruim € 3 miljoen, waarmee Brill de groepsomzet met circa 10% vergroot. Naar verwachting zal de acquisitie per 1 januari a.s. kunnen worden afgerond. Voor het komende boekjaar wordt een positieve bijdrage aan de winst per aandeel van Brill verwacht. Over de wijze van financiering van de overname werd nog geen mededeling gedaan. Wij gaan ervan uit dat deze uit de beschikbare liquide middelen en kredietlijnen kan worden voldaan. Door de acquisitie versterkt Brill haar positie in de belangrijkste Europese markt van wetenschappelijke uitgeverijen. Naast de bestaande kantoren in Boston en Leiden (hoofdkantoor), zal Brill nu tevens een kantoorlocatie in Paderborn bezitten, van waaruit de Duitse markt in de toekomst kan worden bewerkt. Wij handhaven onze winsttaxatie 2016 op circa € 1,45 per aandeel (2015: € 1,24), mede omdat de omzet in de maand december onderhevig kan zijn geweest aan stevige fluctuaties. De prognose voor 2017 verhogen wij naar € 1,65 (was: € 1,55). Tegen de huidige beurskoers van € 27,50 wordt 16,7x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Brill betaald; op basis van een contante uitkering van € 1,25 bedraagt het dividendrendement 4,5%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 2 januari 2017 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	13,7%
ASM International	11,5%
TKH Group	10,0%
Nedap	9,9%
BE Semiconductor Industries	8,1%
Kendrion	7,4%
Flow Traders	5,9%
Brunel International	5,7%
Acomo	5,6%
Aalberts Industries	5,1%
Overige 6 participaties	16,4%
Liquiditeiten en overige	0,7%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Aan het begin van 2017 is sprake van een rustig en per saldo licht stijgend marktbeeld. Los van de politieke en monetaire invloed, blijkt dat in economisch opzicht de gang van zaken zich in algemene zin positief ontwikkelt.

Wanneer wij de vooruitzichten voor de 16 participaties in de portefeuille bezien, zijn de verwachtingen voor 2017 weliswaar positief, maar zijn er niettemin toch behoorlijke individuele verschillen in de snelheid van omzet- en winstgroei. Kort samengevat ziet het er als volgt uit:

- Zoals beschreven in onze [Investment Case](#) van augustus jl., voorzien wij een stevige omzet- en winstgroei voor onze grootste participatie **Hunter Douglas**. De bijdrage van het medio dit jaar overgenomen Levolor & Kirsch zal volledig doorwerken in het eindresultaat. Daarnaast zal HD gaan profiteren van de aantrekkelijke huizenmarkt in Amerika en Europa en mogelijke belastingverlagingen. Tegen de huidige beurskoers van € 54,- achten wij de aandelen Hunter Douglas sterk ondergewaardeerd. Een koersverdubbeling sluiten wij op termijn niet uit. **Lucas Bols** moet ook in staat zijn om een ruime dubbelcijferige omzet- en winstgroei te kunnen realiseren die grotendeels wordt gedragen door de recent aangekondigde joint venture met Rémy Cointreau inzake vruchtenlikeurmerk Passoa;
- Met een weging van bijna 20% zijn de toeleveranciers aan de internationale halfgeleiderindustrie, **ASM International** en **BE Semiconductor Industries** zwaar vertegenwoordigd in de portefeuille. Volgens marktonderzoekbureau VLSI zal de relevante *Assembly Equipment Market* in 2017 en 2018 met respectievelijk 10,9% en 8,3% groeien nadat dit marktsegment in 2015 en 2016 per saldo is gekrompen. Als marktleiders in hun niche zullen ASMI en BESI naar onze mening bovengemiddeld gaan profiteren van de verwachte marktexpansie. Gezien de consolidatietrends in de halfgeleidermarkt sluiten wij een overname van een of beide ondernemingen het komende jaar evenmin uit;
- Een drietal ondernemingen in de portefeuille, te weten **Accell Group**, **Nedap** en **Neways Electronics International**, gezamenlijk goed voor een portefeuilleweging van ruim 17%, bevindt zich in een langjarig traject van verbetering van de supply chain (inkoop, voorraadbeheer, ICT en logistiek). Wij verwachten dat de eerste resultaten van deze trajecten in 2017 zichtbaar zullen worden in een versnelling van de winstgroei, alsmede van een verbetering van de kwaliteit van de gepresenteerde winst. Voor deze drie ondernemingen voorzien wij een toename van de nettowinst van tenminste 10% in het komende boekjaar;

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

- Voor vier ondernemingen verwachten wij een stijging van de winst per aandeel van ongeveer 10%. Dit betreft **Kendrion**, waar CEO Joep van Beurden op weg is naar de realisatie van de margedoelstelling van 10% per eind 2018, **Amsterdam Commodities**, dat de vruchten plukt van de investeringen van voorgaande jaren en baat heeft bij een sterkere US dollarkoers. Daarnaast zal **Sif Group** gaan profiteren van de toenemende investeringsvraag naar funderingen voor windparken in de Noordzee en mogelijke expansie in Japan en **Koninklijke Brill** die als internationaal wetenschappelijk uitgever in een uitdagende markt actief is maar ruimte heeft om zich operationeel efficiënter te manifesteren en in staat moet zijn om via acquisities de winst te verhogen;
- Voor vier ondernemingen menen wij dat een winstverbetering van circa 5% haalbaar moet zijn. Het betreft **TKH Group** dat ook in 2017 nog stevig investeert in de vier kerntechnologieën en de zeven verticale groeimarkten, hetgeen impliceert dat de kost voor de baat uitgaat; **Aalberts Industries**, waar de omzet- en winstgroei volgend jaar enigszins wordt getemperd door de depreciatie van het pond sterling en meer uitdagende marktomstandigheden bij de werkmaatschappijen in de Verenigde Staten; **Flow Traders**, waarvan de winstontwikkeling feitelijk onvoorspelbaar is maar die als liquiditeitsverschaffer baat heeft bij de sterk groeiende markt van Exchange Traded Products (ETP's) en tankopslagbedrijf **Vopak** zal naar verwachting wederom een *low single digit* groei kunnen doormaken;
- Voor onze deelneming in **Brunel International** gaan wij vooralsnog uit van een gelijke of licht hogere nettowinst. De onzekerheid met betrekking tot de vraag-aanbod verhoudingen in de energiesector noodzaken tot deze terughoudende stellingname. Wij zijn er echter van overtuigd dat Brunel niet zal tornen aan de hoge dividenduitkering van € 0,75 per aandeel, hetgeen gezien de hoge netto kaspositie van de onderneming en geen goodwill op de balans een veilige afdanking is. Tegen de huidige beurskoers van € 15,60 bedraagt het dividendrendement alsdan 4,8%.

De portefeuille van Add Value Fund combineert met bovenstaande structuur 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 2017 gaan wij uit van een voortzetting van een enkelcijferige omzetgroei en een ruime dubbelcijferige 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 2017 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 14,6 maal en een bruto dividendrendement van circa 4%.

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

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 januari 2017