

MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2016

Inleiding

In februari was sprake van een flauwe beursstemming in het eerste deel van de maand, die werd gevolgd door een krachtig technisch herstel in het tweede deel. De AEX-index verloor per saldo 0,5% op 427,27, terwijl de Amsterdam Midkap 0,4% lager sloot op 660,34 en de Amsterdam SmallCap Index 2,1% steeg naar 748,95.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in februari met 1,0% van € 37,88 naar € 38,25. Het totaal beleggingsresultaat over de eerste twee maanden van 2016 kwam daarmee op -3,0%. Het fondsvermogen per 1 maart 2016 bedraagt € 64,8 miljoen, waarvan een bedrag van € 64,6 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 0,3% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 maart 2016 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 38,44
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 38,25
Fondsvermogen	€ 64.812.957
Aantal uitstaande aandelen	1.694.307

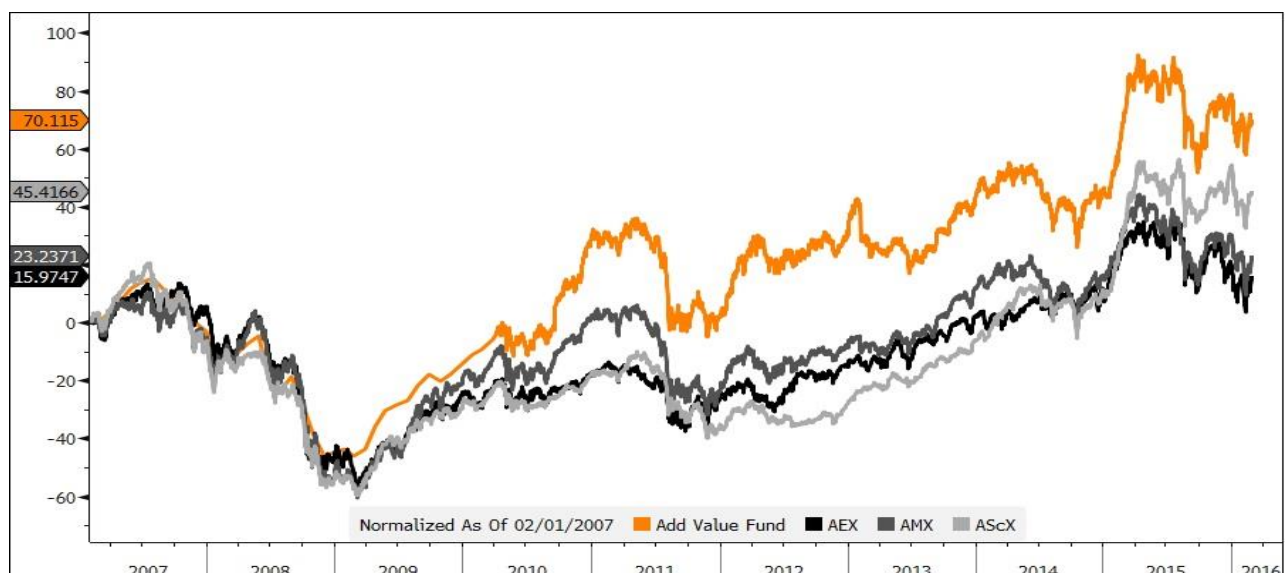
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	-2,99	+69,00
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	-2,90	+15,97
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-5,40	+23,24
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	-5,74	+45,42

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 29/02/2016

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/02/2016)

Peildatum: 29/02/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Lucas Bols	+22,6	+20,4	-3,4	+7,3
2.	Accell Group	+20,6	+1,1	-4,2	+3,2
3.	TKH Group	+10,3	-1,2	-3,1	-0,1
4.	Aalberts Industries	+3,6	+3,4	-8,3	-1,5
5.	Hunter Douglas	+0,7	-1,6	-5,2	-1,1
6.	BE Semiconductor Ind.	-1,1	+33,1	+14,2	+25,2
7.	Nedap	-2,5	-1,7	-5,3	-0,8
8.	Brunel International	-2,9	+2,8	-7,5	+3,7
9.	ASM International	-3,8	+15,9	+2,9	+6,3
10.	Acomo	-6,1	+4,7	+1,3	-0,5
11.	Koninklijke Vopak	-10,6	+14,4	+2,3	+4,9
12.	Koninklijke Brill	-14,0	-9,8	-8,7	-2,3
13.	Neways Electronics Int.	-21,6	-14,4	-8,0	-1,1
14.	Kendrion	-31,1	-19,6	-16,5	-11,1
15.	Flow Traders	-.	+0,8	-10,3	-17,9

- In februari realiseerden 6 van de 15 participaties (= 40%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 5 van de 14 (exclusief Flow Traders) participaties (= 36%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **BE Semiconductor Industries** en **ASM International** bovengemiddeld in de portefeuille. Na een zwakke koersperformance in de eerste vijf weken van dit jaar, volgde een krachtig technisch herstel dat een vervolg kreeg na de publicatie van gunstige jaarcijfers 2015 van beide toeleveranciers aan de halfgeleiderindustrie;
- **Kendrion** en **Flow Traders** presteerden in februari benedengemiddeld. De koersdaling van Kendrion volgde op een teleurstellende omzet- en winstontwikkeling in het vierde kwartaal 2015. De nieuwe CEO, Joep van Beurden, zal begin mei met een aangescherpte strategische visie naar buiten treden. De zwakke koersperformance van Flow Traders is naar onze mening niet zozeer het gevolg van tegenvallende vierde kwartaalcijfers, maar veeleer de consequentie van een te hoog verwachtingspatroon na de extreem sterke derde kwartaalcijfers 2015.

Mutaties in de portefeuille

In februari hebben wij de positie in **Flow Traders** uitgebreid na publicatie van de cijfers over het vierde kwartaal 2015.

Bedrijfsnieuws

ASM International, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde Q4 2015 cijfers die beter waren dan de consensusverwachting. De omzet kwam uit op € 144,7 miljoen, weliswaar 11% lager dan het voorgaande kwartaal (€ 162,0 miljoen), maar een stijging van ruim 16% ten opzichte van Q4 2014. Gecorrigeerd voor valuta-invloeden bedroeg de laatste stijging 14% in een jaar waarin de *wafer fab equipment industry* geen groei vertoonde. ASMI verhoogde derhalve haar marktaandeel. De brutomarge verbeterde in Q4 2015 tot 44,8% (Q3 2015: 43,7%; Q4 2014: 43,0%). Over geheel 2015 bedroeg de brutomarge 44,3% (2014: 43,1%). De ordergang lag eveneens aan de bovenkant van de verwachtingen. In Q4 2015 waren er voor € 135,4 miljoen nieuwe orders (Q3 2015: € 148,1 miljoen; Q4 2014: € 154,4 miljoen). Daarmee steeg het orderbestand op jaarbasis licht: van € 602,1 miljoen in 2014 naar € 608,4 miljoen in 2015 (+1,0%). Het management verwacht voor Q1 2016 een omzet tussen € 135 en € 145 miljoen, terwijl voor Q2 2016 een lichte groei naar een niveau van € 140 – 150 miljoen wordt voorzien. De ordergang in Q1

2016 wordt geschat te liggen in de bandbreedte van € 150 – 165 miljoen. Al met al lijkt ASMI het diepste punt van de huidige cyclus te zijn gepasseerd in het laatste kwartaal van vorig jaar. In de loop van dit jaar mag, op basis van de huidige inzichten, een geleidelijk aantrekkende omzetgroei worden verwacht. De genormaliseerde winst per aandeel kwam vorig jaar uit op € 2,87 (2014: € 2,49). Het dividend per aandeel wordt met € 0,10 per aandeel verhoogd naar € 0,70 per aandeel. Gezien de schuldenvrije balans en de ruime liquiditeit – per 31 december 2015 bedroeg de kaspositie € 446,9 miljoen, ofwel € 7,24 per aandeel – handhaaft het management het beleid van aandeleninkoopprogramma's. Onder het thans lopende programma heeft ASMI sinds eind november 2015 voor € 25,6 miljoen eigen aandelen ingekocht tegen een gemiddelde aankoopprijs van € 35,47 per aandeel. Dit betekent dat er in het programma nog ruimte is om voor een tegenwaarde van € 74,4 miljoen in te kopen. Bij de huidige beurskoers van € 38,- impliceert dit de aankoop van nog eens bijna 2 miljoen aandelen. Gezien ASMI's toonaangevende positie in de snel groeiende (PE)ALD-markt handhaven wij het aandeel in de bovenste regionen van de portefeuille. De huidige waardering van 12,6x de getaxeerde winst 2016 is naar onze mening een flauwe afspiegeling van het toekomstige winstpotentieel.

BE Semiconductor Industries 'Besi', toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde aanzienlijk betere cijfers dan verwacht over het vierde kwartaal 2015. De omzet kwam uit op € 77,8 miljoen, een stijging van 7,9% ten opzichte van het derde kwartaal 2015 (€ 72,1 miljoen) en een daling van 12,6% in vergelijking met het vierde kwartaal van 2014 (€ 89,0 miljoen) hetgeen de neergaande tendens in de cyclus van de halfgeleiderindustrie weerspiegelt. De orderingang steeg met 3,2% ten opzichte van Q3 2015 van € 74,9 miljoen naar € 77,3 miljoen, als gevolg van een toegenomen vraag naar smart phone-, mobile- en automotieve applicaties. Ten opzichte van het vergelijkbare kwartaal van 2014 was er een teruggang van 12,6%. De brutomarge ontwikkelde zich excellent en bereikte in Q4 2015 een recordniveau van 50,0% tegen 48,7% in Q3 2015 en 43,8% in Q4 2014. Efficiency voordelen in de materiaalkosten en valutavoordelen lagen ten grondslag aan de marge-expansie. Over geheel 2015 boekte Besi een omzet van € 349,2 miljoen, een daling van 7,8% in vergelijking met het absolute recordjaar 2014 (€ 378,8 miljoen). De EBITDA kwam uit op € 73,0 miljoen, een teruggang van 11,1% ten opzichte van 2014. De genormaliseerde nettowinst bedroeg € 46,9 miljoen tegen € 64,5 miljoen in 2014 (-27,3%). De winst per aandeel kwam uit op € 1,27 tegen € 1,87 (-32%). Besi verlaagt het (contante) dividend van € 1,50 naar € 1,20 per aandeel, maar verhoogt de pay-out ratio van 80% naar 94,5%. Waar analisten voorspellen dat de toeleveranciers aan de halfgeleiderindustrie zullen worden geconfronteerd met een bescheiden krimp van 4% in het lopende jaar, meent het management van Besi dat de ergste kou uit de lucht is gezien de omzetniveaus in het vierde kwartaal 2015 en de gunstige orderingang tot en met februari 2016. Niettemin wordt voor Q1 2016 bij een omzetprognose van +5% à -5% ten opzichte van het Q4 2015 niveau, een lager bedrijfsresultaat voorzien vanwege een lagere brutomarge als gevolg van een gewijzigde product mix en valutaverhoudingen, alsmede extra uitgaven uit hoofde van aandelenincentive plannen. Voor geheel 2016 hanteren wij een licht hogere winst per aandeel van € 1,35 en een bijbehorend dividend van € 1,25 per aandeel. Per ultimo 2015 beschikte Besi over een ijzersterke schuldenvrije balans met een netto kaspositie van € 136,5 miljoen (+15,7%), ofwel € 3,55 per aandeel. Afgelopen september kondigde de onderneming, net als ASMI, een aandeleninkoopprogramma van 1 miljoen stukken aan, waarvan er intussen 407.831 daadwerkelijk zijn ingekocht tegen een gemiddelde prijs van € 17,70 per aandeel. Bij de huidige beurskoers van € 23,- kost de resterende inkoop van 592.169 aandelen aanvullend circa € 13,6 miljoen.

Het strak aangestuurde Besi is tot op heden in 2016 de *star performer* in onze portefeuille met een koersappreciatie van ruim 25%. Tegen de huidige beurskoers worden de aandelen verhandeld op een multiple van 17x en wordt een dividendrendement van 5,2% genoten.

Kendrion (ontwikkeling, productie en verkoop van elektromagnetische en mecatronische systemen en componenten voor industriële toepassingen, alsmede voor applicaties in de automotive) publiceerde de jaarcijfers 2015. Bij een lichte omzettoename van 3% van € 428,9 miljoen naar € 442,1 miljoen, daalde de EBITDA met 8% van € 49,3 miljoen naar € 45,2 miljoen en kwam de nettowinst uit op € 16,8 miljoen tegen € 20,2 miljoen, een daling van 17%. Deze resultaten bleven achter bij de marktconsensus. Met name het vierde kwartaal 2015 heeft zich teleurstellend ontwikkeld. Over deze periode daalde de omzet met 2% van € 106,2 miljoen naar € 104,5 miljoen en viel de EBITDA terug tot € 7,3

miljoen (Q4 2014: € 11,2 miljoen). De nettowinst kwam uit op € 1,6 miljoen tegen € 4,7 miljoen in Q4 2014 (-66%). De zwakke ontwikkeling in het vierde kwartaal 2015 lag besloten in de combinatie van een tegenvallende omzet als gevolg van afnemers die tegen het eind van het jaar hun voorraadniveaus reduceerden, eenmalige herstructureringskosten van € 0,6 miljoen voor de kosten die gepaard gaan met het verminderen van arbeidsplaatsen als gevolg van het overhevelen van productie van Duitsland naar Roemenië, alsmede eenmalige kosten verband houdende met productgaranties ten bedrage van € 1,2 miljoen (waar deze post in 2014 nog een positief saldo van € 0,7 miljoen toonde). Tenslotte was er een eenmalige belastingbate van € 0,9 miljoen (Q4 2014: € 1,0 miljoen) die de nettowinst nog enigszins flatteerde tot eerder vermelde € 1,6 miljoen. De winst per aandeel 2015 kwam uit op € 1,28 (2014: € 1,56), een daling van 18%. Ondanks de teleurstellende gang van zaken besloot het management het (keuze)dividend te handhaven op € 0,78 per aandeel, waardoor de pay-out ratio stijgt van 50% naar 61%. Hiermee onderstreept Kendrion het vertrouwen in de houdbaarheid van het eigen business model. Daarbij weet zij zich gesteund door een zeer gezonde financiële structuur. In positieve zin was er vorig jaar een stijging van de genormaliseerde vrije cashflow van 24% van € 17,1 miljoen naar € 21,2 miljoen. De solvabiliteit verbeterde van 46% eind 2014 naar 50% eind vorig jaar, terwijl de Netto schuld/EBITDA terugliep naar 1,5 (eind 2014: 1,7). Kendrion heeft meer dan € 100 miljoen beschikbaar voor acquisities. CEO Joep van Beurden, sinds 1 december 2015 aan het roer van de onderneming, heeft echter niet overnames als eerste prioriteit aangewezen, maar een verbetering van de winstgevendheid. Anders gezegd: de (omzet)groei van Kendrion die de laatste tien jaar gemiddeld 14% op jaarbasis bedroeg, beter laten reflecteren in *the bottom line*. Omdat Kendrion een uitstekende reputatie geniet bij haar klantenbasis, is Van Beurden ervan overtuigd dat de onderneming goed gepositioneerd is om succesvol verder te groeien in de komende jaren. Op dinsdag 3 mei a.s. zal Van Beurden, tegelijk met de publicatie van de eerste kwartaalcijfers 2016, een eerste strategische update presenteren. Vooralsnog hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel 2016 van € 1,50 (2014: € 1,56; 2015: € 1,28), waarmee de aandelen Kendrion thans tegen 12,8x de verwachte winst worden verhandeld. Het dividendrendement bedraagt 4,1%.

Aalberts Industries (Flow Control & Industrial Services) rapporteerde jaarcijfers over 2015 die licht boven de marktconsensus bleken te liggen. Bij een omzetstijging van 12%, waarvan 2% autonoom, van € 2.201 miljoen naar € 2.475 miljoen steeg de EBITA met 10% van € 246,6 miljoen naar € 272,0 miljoen. De focus van het management bleef onveranderd op het realiseren van toegevoegde waarde door het toepassen van nieuwe technologieën met groeipotentieel, het verbeteren van de marketing- en verkoopinspanningen en het consistent ten uitvoer brengen van de vele projecten op het gebied van *Operational Excellence*. De integratie van de acquisities uit 2014 (Nexus, Flamco en Impreglon) verliep volgens plan en het management van deze overnames werd versterkt. De acquisitie van het hoog renderende Ventrex (hoge druk regulatoren en -kleppen) droeg eveneens bij aan de gerapporteerde groei. Als gevolg van een iets lagere belastingdruk, 25,8% ten opzichte van 27,4% in 2014, kwam de winst per aandeel 2015 licht hoger uit dan door ons voorzien, te weten € 1,72 in plaats van € 1,70 (2014: € 1,52). Het contante dividend werd verhoogd tot € 0,52 per aandeel (+13%). Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 1,90 en een dividend per aandeel van € 0,60. Wij beschouwen dit als een conservatieve taxatie, temeer daar de invloed van mogelijke acquisities in het lopende boekjaar nog buiten beschouwing is gelaten. In de verslagmaand meldde Aalberts de overname van Schroeder Industries in San Antonio, Texas, een onderneming met een jaaromzet van US\$ 13 miljoen en actief in de markt van *beverage dispense systems*. In januari was er reeds de acquisitie van Ushers Machine Tools met drie vestigingen in Noord-Amerika en een jaaromzet van US\$ 40 miljoen. Ushers versterkt de positie van Aalberts Industries op de eindmarkt van krachtopwekking. Tegen de huidige beurskoers van € 29,- worden de aandelen Aalberts Industries gewaardeerd tegen 15,3x de verwachte winst 2016 en komt het dividendrendement op 2,3%.

Amsterdam Commodities (handel in en verwerking van soft commodities) rapporteerde licht tegenvallende cijfers over 2015. Bij een omzetstijging van 10,1% van € 618,9 miljoen naar € 681,6 miljoen, kwam de nettowinst 2,5% lager uit op € 32,3 miljoen (2014: € 33,1 miljoen). Het bruto bedrijfsresultaat stabiliseerde op € 51,4 miljoen. In (bijna) alle segmenten presteerde Acomo beter dan in 2014, met uitzondering van zonnebloemzaden. Dochter Red River Commodities had een moeilijk jaar als gevolg van recordoogsten, prijsdruk en kwaliteitsproblemen bij haar dochter in Bulgarije. Catz International, handelshuis in specerijen en noten, boekte een recordresultaat in haar 159-jarig bestaan.

Ook Food Ingredients en de theeactiviteiten van Van Rees Group behaalden solide en hogere resultaten. De solvabiliteit van de groep verbeterde van 45,1% naar 48,2%. Het dividend bleef gehandhaafd op € 1,00 per aandeel. Daarmee werd de pay-out ratio licht verhoogd van 71,6% naar 74,2%. Tegen de huidige beurskoers van € 22,50 worden de aandelen Acomo verhandeld op 16,6x de gerealiseerde winst 2015 en komt het dividendrendement op een solide 4,4%. Voor het lopende boekjaar voorzien wij, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een 5 à 10% hoger resultaat als gevolg van enig winstherstel bij Red River Commodities en een voortzetting van de trend bij de overige dochterondernemingen. Wij blijven Acomo beschouwen als een van de *core holdings* van de portefeuille.

Flow Traders (liquiditeitsverschaffer in ETF's) publiceerde de jaarcijfers 2015, inclusief de resultaten over Q4 2015. De Equity Traded Products (ETP's) inflow lag in Q4 2015 op het recordniveau van € 109 miljard (Q3 2015: € 76 miljard), ofwel een stijging van 43%. Volgens cijfers van Blackrock was deze toename de hoogste op kwartaalbasis van het afgelopen jaar. De nadruk lag op de inflow in het segment *Developed Markets Equity*. De verhandelde ETP Market Value daalde van € 3.993 miljard in Q3 2015 naar € 3.423 miljard in Q4 2015, een daling van 14%. Analoog aan deze ontwikkeling nam ook de door Flow Traders verhandelde waarde met 16% af van € 171 miljard tot € 144 miljard. De netto handelswinst kwam in Q4 2015 uit op € 64,5 miljoen tegen € 92,8 miljoen in recordkwartaal Q3 2015, een teruggang van 30%. Dankzij een lagere belastingdruk was de daling van de nettowinst met 21% minder sterk, te weten € 29,8 miljoen versus € 37,9 miljoen in Q3 2015. Over geheel 2015 overheerst het beeld van de sterke groei in de ETP-markt. De totaal verhandelde ETP marktwaarde steeg met 44% van € 9,95 triljoen in 2014 naar € 14,3 triljoen het afgelopen jaar. De door Flow Traders verhandelde waarde nam met 23% toe van € 527 miljard tot € 645 miljard. De netto handelswinst steeg met 76% van € 172,7 miljoen naar € 304,7 miljoen. Het netto resultaat liep met 89% op tot € 128,4 miljoen (2014: € 68,1 miljoen). Gecorrigeerd voor de kosten van de IPO (het aandeel Flow Traders werd in juli geïntroduceerd op de beurs van Euronext Amsterdam) kwam de nettowinst in 2015 uit op € 97,3 miljoen. Er wordt een slotdividend van € 1,00 per aandeel uitgekeerd, waarmee het totale dividend over 2015 uitkomt op € 1,50 per aandeel. Bij een winst per aandeel 2015 van € 2,76 (2014: € 1,46) betekent dit een pay-out ratio van 54%. De beurskoers van Flow Traders daalde sterk (-17%) na publicatie van bovenvermelde cijfers. Deze reactie is verklaarbaar uit het feit dat de vierde kwartaalcijfers 2015 werden vergeleken met de uitzonderlijk sterke cijfers van het voorgaande kwartaal. Op 24 augustus 2015 was er een bijzonder drukke handelsdag op de aandelenmarkten, aanvankelijk een minikrach gevolgd door een scherp koersherstel, waarbij Flow Traders een handelswinst van € 9 miljoen liet noteren. Het laatste kwartaal van vorig jaar kende weliswaar de nodige volatiliteit, maar lag wat betreft verhandelde volumes op een belangrijk lager niveau. Gezien deze wisselende marktomstandigheden is het ook heel lastig een prognose van de jaarwinst 2016 en de daarop volgende jaren te geven. Wat wel een aannemelijk scenario is, is dat de ETP-markt een verdere groei zal realiseren en dat Flow Traders hiervan een *fair share* zal weten te bemachtigen. Wij taxeren voor 2016 tentatief een winst per aandeel van € 2,90, een stijging van 5% ten opzichte van 2015. Uitgaande van een licht hogere pay-out ratio van 60% komt het dividend alsdan op € 1,74. Bij de huidige beurskoers van € 38,30 komt het getaxeerde dividendrendement in dit scenario op 4,5%.

Koninklijke Vopak (exploitatie van tank terminals en wereldwijd marktleider) rapporteerde keurige cijfers over 2015. De EBITDA en de EBIT stegen elk met 6% naar respectievelijk € 812 miljoen (2014: € 763 miljoen) en € 556 miljoen (2014: € 524 miljoen), waarbij het vierde kwartaal een duidelijke versnelling van de winstgevendheid liet zien door een betere bezettingsgraad van de terminals. De winst per aandeel, exclusief buitengewone posten, steeg met 10% van € 2,31 naar € 2,55, waarmee de consensusverwachting van analisten werd overtroffen. Het dividend per aandeel werd verhoogd van € 0,90 naar een record van € 1,00 per aandeel (+11%). Voor 2016 voorziet het management een bezettingsgraad van de terminals boven 90% en dat de groep opereert vanuit een solide basis. Op woensdag 20 april a.s. zal de jaarvergadering van Vopak plaatsvinden en zal meer inzicht worden gegeven in het (winst)potentieel van de groep. Wij taxeren voorlopig een lichte stijging van de winst per aandeel tot € 2,60 (+2%), waarbij dient te worden bedacht dat de bijdrage van de in november 2014 verkochte Engelse terminals dit jaar zal komen te vervallen. Tegen de huidige beurskoers van € 43,- wordt 16,5x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Vopak betaald en bedraagt het dividendrendement 2,3%.

Neways Electronics International, toeleverancier aan de Electronic Manufacturing Services (EMS) industrie, heeft in 2015 een netto omzet gerealiseerd van € 374,1 miljoen, een stijging van 21% ten opzichte van 2014 (€ 308,6 miljoen). Het genormaliseerde bedrijfsresultaat bedroeg € 10,1 miljoen in vergelijking met € 9,0 miljoen in 2014. De genormaliseerde nettowinst kwam in 2015 uit op € 6,2 miljoen in vergelijking met € 5,3 miljoen in 2014. In de eerste helft van 2015 was de (omzet)groei volledig het resultaat van de consolidatie van de BuS Groep. In de tweede helft van het jaar is de omzet ten opzichte van de eerste jaarhelft gestabiliseerd. Een stringenter voorraadbeheer bij sommige klanten van Neways was de voornaamste reden van deze stabilisatie. CEO Huub van der Vrande betitelt 2015 als een belangrijk transitiejaar. De betere spreiding van de omzet over de verschillende marktsectoren, mede als gevolg van de overname van BuS, heeft het fundament van Neways structureel versterkt. Vorig jaar werd ook het verbeterprogramma *Up to the Next Level* geïntroduceerd. Dit is een programma dat erop gericht is om de organisatie optimaal af te stemmen op de toegenomen dynamiek in de markt. Daarnaast brengt dit programma een verdere efficiencyverbetering in de organisatie alsmede een verdere optimalisatie van de capaciteitsbezetting. Hiervan beginnen de eerste effecten, in de vorm van een meer stabiele performance van de diverse werkmaatschappijen, al zichtbaar te worden. Ten aanzien van de vooruitzichten voor 2016 en volgende jaren stelt het management dat de relatief hoge volatiliteit kenmerkend zal blijven voor de EMS-markt. Dit maakt het lastig om concrete voorspellingen voor de korte en langere termijn te geven. De structurele lange termijn vooruitzichten in de EMS-markt zijn overwegend positief voor specialistische bedrijven als Neways, die zich kunnen onderscheiden op kwaliteit, flexibiliteit en toegevoegde waarde. Neways is 2016 begonnen met een sterk gevulde orderportefeuille. De financiële uitgangspositie is gezond en biedt ruimte voor investeringen en verdere groei. Wij vertalen deze statements naar een taxatie van de winst per aandeel 2016 van € 0,75 (2015: € 0,54; 2014: € 0,48). Tegen de huidige beurskoers van € 7,- worden de aandelen Neways Electronics verhandeld op 9,3x de verwachte winst. Eerst in het boekjaar 2017 verwachten wij dat de volledige impact van het verbeterprogramma zal neerslaan in de resultaten. Indien deze verwachting daadwerkelijk bewaarheid wordt, is een sterkere verbetering van de winstgevendheid aanstaande.

In 2015 heeft fietsenproducent **Accell Group** een stijging van het bedrijfsresultaat gerealiseerd van 33% naar € 58,5 miljoen (2014: € 44,1 miljoen). De nettowinst steeg met 22% tot € 32,3 miljoen (2014: € 26,5 miljoen). De omzet steeg met 12% naar € 986,4 miljoen (2014: € 882,4 miljoen). Autonomoos steeg de omzet met 9% vooral door de hogere verkopen van elektrische fietsen. In het segment Fietsen steeg de omzet met ruim 9% naar € 719 miljoen (2014: € 658,1 miljoen), waarbij de sterkste stijging in Duitsland plaatsvond (+16%). De Duitse omzet is met € 227 miljoen nu iets groter dan de Nederlandse (€ 222 miljoen), welke vorig jaar 5% daalde onder invloed van het aflopen van de bedrijfsfietsenregeling per eind 2014. De gemiddelde prijs per fiets steeg naar € 437,- (2014: € 377,-) door toename van het omzetaandeel van elektrische fietsen. De verkoop van elektrische fietsen nam met 20% toe en bedraagt inmiddels 45% (2014: 41%) van de totale fietsenomzet. De omzet van sportieve fietsen nam toe met 5% door hogere omzetten van de duurdere Duitse en Franse merken. De omzet van traditionele fietsen steeg met 2%. Het aantal verkochte fietsen kwam uit op 1.642.000 (2014: 1.725.000). Het segmentresultaat steeg met 22% naar € 56,3 miljoen (2014: € 46,3 miljoen). De omzet van het segment Onderdelen & accessoires steeg met bijna 20% tot € 267,4 miljoen (2014: € 224,3 miljoen) met name door de acquisities van Comet en CSN. De autonome omzetgroei bedroeg 7%. De omzet van de eigen merken (grotendeels XLC) steeg met 10%. XLC groeit snel en wordt via het bestaande dealernetwerk van fietsen- en sportwinkels wereldwijd in meer dan 45 landen verkocht. Het segmentresultaat steeg met 46% naar € 16,8 miljoen (2014: € 11,5 miljoen). Er waren twee minpuntjes in het jaarbericht. Allereerst de vorige maand gemelde fraudezaak in Taiwan die een maximaal negatief effect van € 4 miljoen op de nettowinst zal sorteren (zie ons maandbericht over januari). Daarnaast de stijging van het werkkapitaal van € 269,2 miljoen naar € 338,7 miljoen (+26%), in procenten van de omzet een stijging van 30,5% naar 34,2%. Het management van Accell heeft toegezegd maatregelen te treffen om de voorraadposities te reduceren. Het effectieve belastingtarief steeg naar 33,5% (2014: 25,9%) en werd negatief beïnvloed door het incident in Taiwan. Zonder de invloed van dit incident was er een belastingdruk van 31% welke tot stand kwam door de stijging van de resultaten in Duitsland en het niet activeren van compensabele verliezen in Noord-Amerika. De stijging van de winst per aandeel bleef hierdoor beperkt tot 22% (2015: € 1,29 tegen € 1,06 in 2014). Het keuzedividend werd verhoogd van € 0,61 naar € 0,72 per aandeel (+18%). Voor 2016 verwacht het management een verdere stijging van omzet en resultaat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden.

Wij verlagen onze oorspronkelijke schatting van € 1,55 tot € 1,45 vooral vanwege de gerezen problematiek van het werkkapitaal. Tegen de huidige beurskoers van € 19,70 worden de aandelen Accell Group gewaardeerd tegen 13,6x de verwachte winst 2016 en komt het dividendrendement op 3,7%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 maart 2016 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	11,4%
Hunter Douglas	11,3%
BE Semiconductor Industries	10,8%
TKH Group	10,6%
Nedap	10,1%
Kendrion	8,3%
Aalberts Industries	7,7%
Brunel International	7,2%
Acomo	6,9%
Flow Traders	4,4%
Overige 5 belangen	11,0%
Liquiditeiten en overige	0,3%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

In een externe omgeving van bescheiden economische groeiperspectieven en record lage rentetarieven blijkt de propositie van het 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 13,1 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 3 maart 2016

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen