

MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2017

Inleiding

De maand februari bracht beurskoersstijgingen over een breed front. De AEX-Index steeg 4,3% naar 495,35, de Amsterdam Midkap Index klom 4,9% naar 724,17 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 2,4% toe op 876,08.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in februari met 5,1% van € 46,41 naar € 48,77. Over de eerste twee maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +9,6%.

Het fondsvermogen per 1 maart 2017 bedroeg € 89,9 miljoen, waarvan een bedrag van € 85,9 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 4,5% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 maart 2017 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 48,53
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 48,77
Fondsvermogen	€ 89.919.593
Aantal uitstaande aandelen	1.843.663

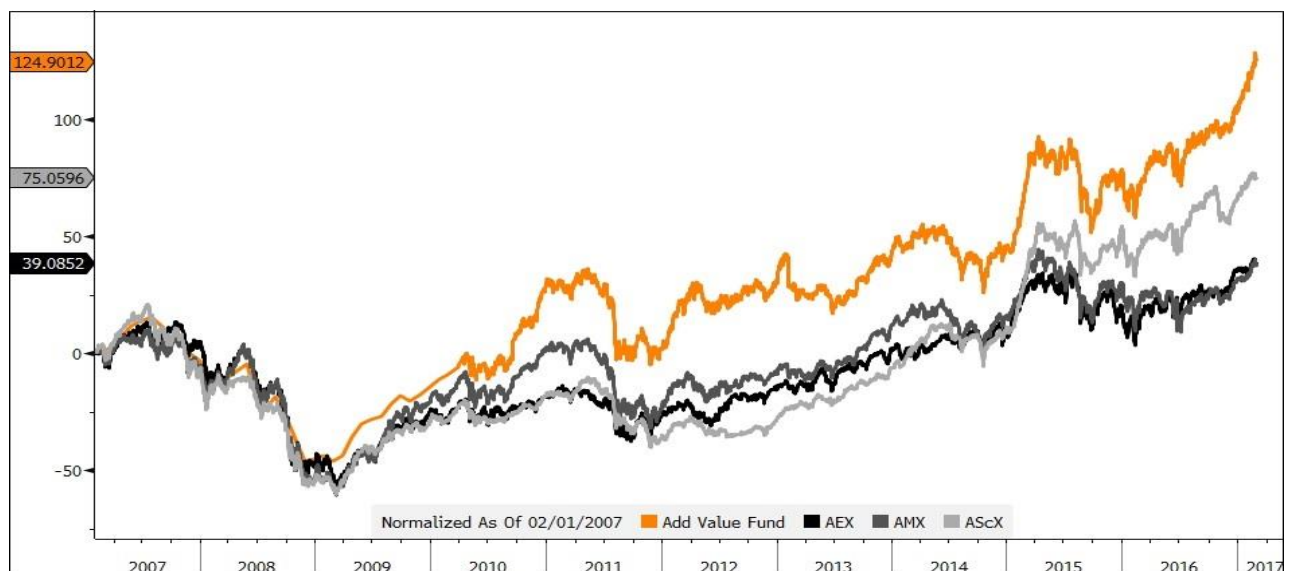
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+9,57	+124,90
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+2,90	+39,09
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+5,47	+38,48
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+5,56	+75,06

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 28/2/2017

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/2/2017)

Peildatum: 28/2/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Hunter Douglas	+71,6	+21,2	+18,8	+8,3
2.	BE Semiconductor Ind.	+54,7	+28,6	+15,3	+8,0
3.	Neways Electronics Int.	+46,2	+23,3	+16,8	+5,8
4.	Kendrion	+42,0	+7,5	+2,4	+4,2
5.	Koninklijke Brill	+32,1	+7,2	+11,8	+4,1
6.	Nedap	+25,9	+22,2	+18,7	+6,1
7.	ASM International	+23,2	+40,6	+19,7	+5,2
8.	Aalberts Industries	+13,7	+8,4	+13,3	+0,3
9.	Accell Group	+13,3	-4,9	+9,3	+1,1
10.	TKH Group	+12,6	+12,5	+10,2	+2,5
11.	Acomo	-0,4	-4,1	+17,2	+8,9
12.	Koninklijke Vopak	-5,0	-12,2	-9,5	+0,5
13.	Brunel International	-6,3	-5,3	+8,2	-7,4
14.	Flow Traders	-14,7	+23,3	+9,4	+1,0
15.	Lucas Bols	-15,0	+8,3	+0,5	+1,4
16.	Sif Group	-,	+55,8	+53,5	+20,9

- 1) In februari realiseerden 15 van de 16 participaties (= 94%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 10 van de 15 (exclusief Sif Group) participaties (= 67%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Sif Group** wederom bovengemiddeld in de portefeuille. De onderneming ontving een grote opdracht voor de productie en levering van monopiles voor de bouw van een offshore windpark, waardoor de capaciteitsbezetting verder verbeterde;
- 3) **Brunel International** was de enige *underperformer* in februari. De detacheerder met een grote exposure naar de olie- en gasindustrie, rapporteerde tegenvallende cijfers over Q4 2016 en een voorzichtige prognose voor het lopende jaar. Bovendien werd de contante dividenduitkering verlaagd, waar de marktconsensus uitging van een handhaving op het peil van het voorgaande jaar.

Mutaties in de portefeuille

In februari hebben wij het belang in **Flow Traders** uitgebreid. Daarentegen namen wij winst op een klein gedeelte van onze positie in **Sif Group**.

Bedrijfsnieuws

De totale opbrengsten van technologiebedrijf **Nedap** stegen in 2016 met 3% naar € 186,0 miljoen (2015: € 180,9 miljoen). Exclusief de marktgroep Energy Systems, waarvan de activiteiten conform plan zijn afgebouwd, bedroeg de opbrengstengroei autonoom 5%. De marktgroepen Healthcare, Identification Systems, Library Solutions, Livestock Management, Retail, Staffing Solutions en Security Management zorgden voor groei. De opbrengsten van de marktgroep Light Controls en Nedap-dochter Nsecure bleven achter ten opzichte van het voorgaande jaar. Het bedrijfsresultaat exclusief eenmalige posten steeg in 2016 met 29% naar € 14,3 miljoen (2015: € 11,1 miljoen). De herinrichting van de supply chain verloopt volgens plan. De eenmalige kosten die hiermee samenhangen, bedroegen vorig jaar € 1,8 miljoen. Dit is aanzienlijk minder dan eerder werd verwacht, met name door een lager dan verwachte afboeking op voorraden. In 2017 worden de positieve effecten van de herinrichting geleidelijk zichtbaar, maar is nog wel sprake van eenmalige operationele kosten. In 2018 worden de beoogde jaarlijkse kostenbesparing van minimaal € 4 miljoen en de balansverkortings van minimaal € 10 miljoen volledig gerealiseerd. Het management verwacht niet dat er

nog additionele voorzieningen of additionele afboekingen op activa nodig zijn vanwege de afbouw van de productie- en logistieke activiteiten. De winst per aandeel exclusief eenmalige posten kwam uit op € 1,77 (2015: € 1,67). Er wordt een contant dividend van € 1,40 per aandeel voorgesteld, hetgeen een pay-out ratio van 79% impliceert (2015: € 1,28 en 77%). De solvabiliteit bleef met 48% op hetzelfde niveau als 2015. Voor 2017 handhaven wij onze taxaties van een winst per aandeel van € 2,35 en een dividend van € 1,76 (pay-out ratio: 75%). Deze prognose wordt gedragen door een licht aantrekkende groei van de opbrengsten en het geleidelijk zichtbaar worden van de inverdieneffecten van de aanpassing van de supply chain. Tegen de huidige beurskoers van € 37,60 wordt 16x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Nedap betaald en komt het dividendrendement op 4,7%.

BE Semiconductor Industries, toonaangevend producent van assembleermachines voor de halfgeleiderindustrie, rapporteerde sterke cijfers over het vierde kwartaal 2016. De omzet daalde met 1,3% van € 94,3 miljoen in Q3 2016 naar € 93,1 miljoen, maar steeg met 19,7% ten opzichte van Q4 2015 (€ 77,8 miljoen). De brutomarge kwam fors hoger uit op 53,2% tegen 50,5% in Q3 2016 en 50,0% in Q4 2015, als gevolg van efficiënter materiaalgebruik en een gunstige invloed uit hoofde van valutakoersontwikkelingen. Besi verhoogde tevens de geïndiceerde bruto marge bandbreedte door de cycli heen met 5%-punt naar 50 tot 55%. Besi is de enige in haar sector die bruto marges realiseert van boven de 50%.

De netto kaspositie van BESI verbeterde verder tot € 168,1 miljoen, ruim 23% hoger dan een kwartaal eerder (Q3 2016: € 136,5 miljoen). De orderingang ontwikkelde zich eveneens positief. Door een breed gedragen vraag naar de BESI-chipmachines en verbeterde marktomstandigheden bedroegen de orders € 91,4 miljoen, een stijging van 17% in vergelijking met Q3 2016 (€ 78,1 miljoen) en van 18,2% ten opzichte van Q4 2015 (€ 77,3 miljoen).

De winst per aandeel kwam hierdoor voor geheel 2016 uit op € 1,74, ruim boven de marktconsensus van € 1,60. Gezien de sterke balanspositie en de prima vooruitzichten stelt het management voor om de gehele winst per aandeel uit te keren als contant dividend. Het blijkt dat het omzet- en winstmomentum aantrok in de loop van Q4 2016, traditioneel toch een relatief zwak kwartaal. Met name Chinese en Taiwanese subcontractors vergrooten hun capaciteit, terwijl de vraag naar eindproducten met flash memory en intelligente elektronica voor de automotive-industrie eveneens toenam. Daarnaast was er de eerste ronde van investeringen voor de nieuwe < 20 nano meter applicaties. Tenslotte was er een versterkte vraag vanuit de smartphone-industrie gedreven door meer geavanceerde functionaliteiten. Het management gaat onverdroten voort met het uitvoeren van de eerder gecommuniceerde strategie. Dit betekent dat men de productietijden van de allernieuwste machines wil verkorten ('the time to market'), de productie nog verder wil verplaatsen van Europa/Noord-Amerika naar Azië en de kostenstructuur verder wil stroomlijnen. Daarnaast worden er plannen ontvouwd om het groeiprofiel de komende vijf jaar te onderbouwen. Mede hiertoe werd in december voor een bedrag van € 125 miljoen aan 2,5% in aandelen converteerbare senior notes bij beleggers geplaatst. In deze fase van hoogconjunctuur worden de aandelen BESI bij de huidige beurskoers van € 36,- momenteel gewaardeerd tegen 18x de verwachte winst 2017 en bedraagt het huidige dividendrendement 4,8%. Voor het lopende jaar taxeren wij dus een winst per aandeel van tenminste € 2,- en, bij een veronderstelde pay-out ratio van 80%, een dividend van € 1,60 per aandeel. Daarmee levert het aandeel BE Semiconductor Industries *the best of both worlds*: zowel een sterke groei van de winst per aandeel (+15%) als een aantrekkelijk dividendrendement.

Funderingsspecialist **Sif Group** meldde de opdracht voor de productie van 71 monopiles, alsmede die van de bijbehorende verbindingstukken – in samenwerking met haar strategische partner Smulders – ten behoeve van het EnBW Hohe See offshore wind park. Dit contract werd toegekend door GeoSea, een dochter van het Belgische DEME Group, die is gespecialiseerd in de bouw van complexe offshore marine engineering projecten. De locatie van het EnBW Hohe See offshore wind farm is circa 90 kilometer ten noorden van het waddeneiland Borkum in het Duitse deel van de Noordzee. Het project zal een gebied van ongeveer 40 km² beslaan met een waterdiepte tot 40 meter waarop 71 Siemens SWT-7.0-154 windturbines zullen worden geplaatst. Deze windturbines worden geplaatst op monopiles die door Sif Group worden geproduceerd. Met een toekomstige geïnstalleerde capaciteit van 497 MW is het EnBW Hohe See offshore wind farm momenteel het grootste offshore wind project in Duitsland. De productie van de monopiles zal aanvangen in de tweede helft van het lopende boekjaar en worden afgerond medio 2018. Met deze grote opdracht is de productiecapaciteit voor Sif Group in 2017 en 2018 verder gevuld. Vooralnog handhaven wij onze eerdere taxatie van

de winst per aandeel 2017 op € 1,95 omdat de nu verkregen order reeds in de zogenaamde opdrachtenpijplijn was opgenomen. Tegen de huidige beurskoers van € 22,50 wordt thans 11,5x de verwachte winst voor de aandelen Sif Group betaald en bedraagt het dividendrendement circa 3,5%. Voor een uitgebreide toelichting op het beleggingspotentieel van Sif Group verwijzen wij naar het maandbericht van januari.

Flow Traders, liquidity provider in ETPs (Exchange Traded Products), rapporteerde Q4 2016 cijfers die beter waren dan de marktconsensus vooraf indiceerde. Q4 2016 bleek het beste kwartaal van het afgelopen jaar te zijn met een stijging van 41% van het Net Trading Income (NTI) naar € 69 miljoen (Q3 2016: € 49 miljoen) en een toename van 24% in de verhandelde waarde van de ETP's (ETP Value Traded) naar € 189 miljard (Q3 2016: € 153 miljard). De handel was levendiger dan in de voorgaande kwartalen, onder andere door de invloed van de Amerikaanse verkiezingen en het Italiaanse referendum. In de Verenigde Staten werd een record resultaat geboekt, terwijl het marktaandeel in Europa verder werd vergroot tot boven 20% waardoor de #1 positie als ETP Liquidity Provider werd versterkt. In Azië is een turn around gaande; de vorig jaar doorgevoerde maatregelen beginnen inmiddels het gewenste effect te sorteren. Al met al werd 2016 (na het absolute recordjaar 2015) het beste jaar uit de geschiedenis van de Groep (sinds 2004). De EBITDA voor het gehele jaar kwam uit op € 119 miljoen (2015: € 157 miljoen) en de nettowinst op € 92 miljoen (2015: € 128 miljoen). De winst per aandeel bedroeg € 1,98, hetgeen licht hoger was dan onze prognose van € 1,90 (2015: € 2,76). Het voorgestelde dividend per aandeel was conform onze taxatie € 1,25 (2015: € 1,50), waarmee de pay-out ratio op 63% komt (2015: 54%).

Het is belangrijk te constateren dat Flow Traders in een absolute groeiemarkt opereert. Vorig jaar steeg de totale Market ETP Value Traded met 16% en was er eveneens een stijgend momentum in de Global ETP Assets under Management naar een topniveau van € 3.300 miljard per eind 2016. Flow Traders hanteert een expansieve strategie op deze markt welke is gebaseerd op de volgende vier pijlers:

- 1) Meer ETP-producten (FT onderhoudt ook markten in onder andere obligaties, valuta, grondstoffen e.d.);
- 2) Meer handelsplatforms (in 2017 wordt een nieuw kantoor in Hongkong geopend met toegang tot de beurzen van Hongkong en China);
- 3) Meer institutionele tegenpartijen (in 2016 heeft FT een licentie gekregen om in de Amerikaanse OTC-markt te opereren);
- 4) Meer handelaren (in 2016 werden 25 nieuwe junior traders aangenomen en steeg het aantal fte's met 27% naar 341).

Autonome groei blijft de strategische speerpunt, ondersteund door blijvend hoge investeringen in *state-of-the-art* IT-systemen. Teneinde de groei in de Verenigde Staten te versterken zal het kantoor in New York dit jaar vanuit een andere locatie gaan opereren. Vanaf 2018, wanneer MIFID II wordt geïntroduceerd, gelden er nieuwe normen voor de uitvoering van OTC-orders, hetgeen tot meer transparantie van de verhandelde volumes zal leiden en een absoluut (handels)voordeel voor Flow Traders betekent. Voor het lopende jaar hanteren wij tentatief een getaxeerde winst per aandeel van € 2,55 en een contant dividend van € 1,75 (pay-out ratio: 69%). Gezien de schuldenvrije balans van de Groep voorzien wij vanaf 2018 een uitkeringspercentage van tenminste 70%, hetgeen ook is geïndiceerd ten tijde van de IPO van Flow Traders (in juli 2015). Daags na publicatie van de jaarcijfers werd een belang van circa 12,7% van het aandelenkapitaal, grotendeels het resterende belang van private equity partij Summit Partners, door middel van *accelerated book building* geplaatst bij institutionele beleggers, naar verluidt tegen een koers van circa € 31,70. Hierdoor is de *free float* van de aandelen gestegen naar circa 71,3%. Tegen de huidige beurskoers van € 32,50 wordt 12,7x de verwachte winst voor de aandelen Flow Traders betaald en komt het dividendrendement op 5,4%.

Kendrion, producent van elektromagnetische componenten en -systemen, rapporteerde vierde kwartaalcijfers 2016 die overeenkwamen met onze taxaties. De omzet nam met 3% toe naar € 107,9 miljoen (Q4 2015: € 104,5 miljoen), terwijl de genormaliseerde EBITA met 188% verbeterde van € 2,4 miljoen naar € 6,9 miljoen. Hiermee kwam de EBITA-marge voor het gehele boekjaar 2016 op 7,0% tegen 5,8% in 2015, zodat Kendrion goed op weg is om de interne doelstelling van een EBITA-marge van 10% per ultimo 2018 daadwerkelijk te realiseren. De onderneming volgt daarbij het vorig jaar

geformuleerde parcours: *Simplify – Focus – Grow*. De eerste fase – vereenvoudiging en stroomlijning van de interne organisatie – zal in de tweede helft van dit jaar op hoofdlijnen zijn afgerond. Ten laste van de 2016 resultaten werd voor deze eerste fase een bedrag van € 5,7 miljoen eenmalige kosten gebracht die op jaarbasis tot een besparing van € 7,0 miljoen zal leiden. De genormaliseerde nettowinst nam in 2016 met 17% toe van € 16,8 miljoen tot € 19,6 miljoen. CEO Joep van Beurden verklaarde in een toelichting op de cijfers dat in het tweede deel van het laatste kwartaal van 2016 een verbetering van de marktomstandigheden zichtbaar werd en die zich over een breed front manifesteerde. Dit opwaarts gerichte momentum verklaart mede de autonome omzetgroei van 3% in Q4 2016, waar de omzet over geheel 2016 met slechts 0,3% toenam van € 442,1 miljoen naar € 443,4 miljoen. In het meerjarenplan 2016 – 2020 is een autonome omzetgroei van jaarlijks 5% geformuleerd waaraan door het management wordt vastgehouden. Volgens Van Beurden zal met name na 2018 een versnelling van de omzetgroei zichtbaar gaan worden zodra projecten die nu nog in de pijplijn zitten, in de productiefase terecht komen. De tweede fase van het parcours – Focus – loopt tot medio 2018 en heeft als kern de versterking van marktposities waar Kendrion bij uitstek zijn technologische voorsprong kan etaleren. In het bijzonder worden Passenger Cars en de Chinese markt als speerpunten beschouwd. Kendrion heeft uitstekende contacten met de grote Duitse autoproducenten (Daimler, VW, Continental) waarmee intensief wordt samengewerkt in de verschillende ontwikkelingstrajecten. De verhoudingen in de Chinese markt zijn nu nog minder transparant, maar Van Beurden verwacht op termijn ook hier een vergelijkbare marktpositie te kunnen verwerven. Het spraakmakende schokdemperproject voor Bilstein ligt goed op schema. In de loop van dit jaar zal de opstartfase van dit project zijn hoogtepunt bereiken, zodat in de periode erna de opbrengsten geleidelijk sterker in de resultaten zichtbaar zullen worden. Inmiddels trekt de orderingang naar andere merken in dit segment eveneens aan. Al met al ziet het Kendrion management de toekomst met vertrouwen tegemoet. Wij zien naar aanleiding van de gepresenteerde cijfers geen aanleiding onze taxaties wezenlijk aan te passen. Tegen de huidige beurskoers van € 27,00 wordt circa 17x de getaxeerde winst 2017 voor aandelen Kendrion betaald en bedraagt het dividendrendement circa 2,8%.

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde Q4 2016 cijfers die achterbleven bij de marktconsensus. De omzet daalde met 27% naar € 210,6 miljoen (Q4 2015: € 287,2 miljoen), terwijl de EBIT met 88% kromp naar € 2,1 miljoen (Q4 2015: € 17,6 miljoen). Over geheel 2016 bedroeg de omzetsdaling 28% van € 1.228,9 miljoen in 2015 naar € 884,9 miljoen in 2016, waarbij de EBIT met 52% afnam van € 56,1 miljoen naar € 26,8 miljoen. De gepresenteerde cijfers weerspiegelen vooral de ongunstige marktomstandigheden in de grootste divisie Brunel Energy, waar in Q4 2016 een EBIT-verlies van € 3,3 miljoen werd geleden op een met 42% gedaalde omzet van € 100,4 miljoen (Q4 2015: € 174,3 miljoen). In dit verlies was overigens een bedrag van € 3,5 miljoen begrepen als voorziening voor herstructurering en kostenverlaging van de organisatie. Volgens het management zijn de reorganisatiemaatregelen nu grotendeels afgerond en is Brunel Energy klaar om te profiteren van een toekomstig marktherstel. Brunel Germany wist in Q4 2016 de omzet met 6% te laten groeien naar € 53,6 miljoen (Q4 2015: € 50,8 miljoen) ondanks het feit dat het kwartaal drie werkdagen minder telde dan in 2015. De EBIT nam daarentegen met 16% af van € 6,5 miljoen naar € 5,5 miljoen vanwege hogere loonkosten. Over geheel 2016 boekte Brunel Germany evenwel een 27% hogere EBIT van € 24,7 miljoen (Q4 2015: € 19,4 miljoen) bij een met 7% gestegen omzet van € 210,5 miljoen (2015: € 196,4 miljoen). Brunel Nederland stelde teleur met een 14% lagere omzet in Q4 2016 van € 46,3 miljoen (Q4 2015: € 54,2 miljoen) en een EBIT van € 2,7 miljoen (Q4 2015: € 6,9 miljoen), een daling van 61%.

De medio vorig jaar geïntroduceerde nieuwe wet DBA, waardoor het voor Brunel en haar opdrachtgevers niet langer interessant was zpp'ers te detacheren, deed zich gevoelen in de cijfers van H2 2016. Over geheel 2016 steeg de Nederlandse omzet per saldo nog met 2% van € 188,4 miljoen naar € 191,4 miljoen en kwam de EBIT 16% lager uit op € 12,9 miljoen (2015: € 15,4 miljoen). In Nederland was er in 2016 één werkdag minder dan het voorgaande jaar, hetgeen een licht drukkend effect op de marge sorteerde. De winst per aandeel bedroeg € 0,20 in 2016 (2015: € 0,75). Er wordt een contant dividend van € 0,40 per aandeel voorgesteld, waardoor de uitkering van € 0,75 van vorig jaar wordt verlaagd, hetgeen eveneens als een tegenvaller door marktvoorsers werd aangemerkt. Immers, Brunel werd met een goodwill en schuldenvrije balans en een kaspositie van ruim € 149 miljoen in staat geacht de uitkering van 2015 te handhaven. Dat het bestuur toch tot een verlaging van het dividend besloot heeft enerzijds te maken met de onzekerheid van het marktherstel in 2017 – zeker in de eerste helft van het jaar zullen de omstandigheden onveranderd uitdagend zijn – en anderzijds met de wens om een track record met weer stijgende winsten en dividenduitkeringen te

gaan opbouwen. Beleggers honoreerden deze strategische koerswijziging in eerste instantie met een koersdaling van ruim 8%, maar na de analistenmeeting stabiliseerde de beurskoers rond € 15 - 15,50. Tegen deze waardering wordt thans ruim 40x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Brunel betaald en komt het dividendrendement op 2,7%. Deze optisch hoge waardering beschouwen wij in het perspectief van een in 2018 weer licht aantrekkende energiemarkt en een genormaliseerde Nederlandse detacheringsmarkt niettemin als aantrekkelijk.

Amsterdam Commodities (Acomo), een internationale groep ondernemingen die zich primair bezighoudt met de handel in en distributie van natuurlijke voedingsgrondstoffen en -ingrediënten, meldde over 2016 een record nettowinst van € 34,4 miljoen, een stijging van 6,6% ten opzichte van het resultaat in 2015 van € 32,3 miljoen. De omzet steeg licht van € 681,6 miljoen naar € 682,3 miljoen. De afdeling Specerijen en Noten presteerde uitzonderlijk goed met recordjaren voor zowel Catz International als King Nuts & Raaphorst. Dit was een bijzondere prestatie voor het Rotterdamse handelshuis Catz dat in 2016 het 160^e handelsjaar beleefde. De handel in eetbare zaden in zowel Noord-Amerika als Europa wist zich sterk te herstellen na het moeilijke jaar 2015. Voedingsingrediënten vertoonde sterke groei in het nettoresultaat en Thee maakte een uitdagend jaar door. In het nettoresultaat 2016 is een eenmalig financieel effect opgenomen als gevolg van het niet langer toepassen van hedge accounting met betrekking tot Specerijen en Noten. Het niet langer toepassen van hedge accounting had een positief effect op het nettoresultaat van € 0,7 miljoen. In 2015 was er een positief effect van € 0,9 miljoen met betrekking tot eenmalige posten. Acomo stelt een dividend voor van € 1,15 per aandeel (2015: € 1,00). Dit vertegenwoordigt een pay-out ratio van 80,8% van de winst per aandeel (2015: 74,2%). Na aftrek van het interim-dividend van € 0,40 per aandeel dat is uitgekeerd in augustus 2016, zou dit een slotdividend betekenen van € 0,75 per aandeel, betaalbaar in contanten. De hogere pay-out is mede verklaarbaar door de verbeterde solvabiliteit van de groep; deze steeg van 48,2% ultimo 2015 naar 51,7% per eind vorig jaar. Traditioneel geeft het management geen prognose van het jaarresultaat 2017 gezien het onvoorspelbare karakter van de handelsactiviteiten. Wij taxeren een winst per aandeel 2017 van circa € 1,60 (2016: € 1,43) waarbij de sterke US dollar een ondersteunende factor is. Tegen de huidige beurskoers van € 22,50 wordt thans 14,1x de getaxeerde winst 2017 voor Acomo betaald. Het dividendrendement bedraagt 5,6% bij een veronderstelde pay-out ratio van 78%.

Technologiebedrijf **Aalberts Industries** rapporteerde jaarcijfers 2016 die nagenoeg overeenkwamen met onze taxaties. De omzet nam met 2% toe naar € 2.522 miljoen (2015: € 2.475 miljoen), waarvan 1,1% autonome groei betrof. Deze bescheiden omzetgroei was deels het gevolg van een aantal eindmarkten die onder druk lagen, met name de machinebouw en de offshore- & energiemarkten, terwijl ook een negatieve valutaomrekening de omzetgroei met circa 1,5%-punt drukte. Daarentegen wist Aalberts Industries wel een mooie 10%-stijging van de EBITA te bewerkstelligen, van € 272 miljoen naar € 298 miljoen, waardoor de EBITA-marge een verbetering van 11,0% naar 11,8% liet zien. De winst per aandeel steeg van € 1,72 naar € 1,92, licht beneden onze taxatie van € 1,95. Het cash genererend vermogen van de Groep stelde wederom niet teleur: de cashflow steeg in 2016 met 16% van € 330 miljoen naar € 383 miljoen. De solvabiliteit steeg van 46,9% naar 48,7%. Niettemin deed Aalberts vorig jaar een viertal *bolt-on* acquisities, te weten Ushers, Schroeder, Tri-Went en Shurjoint, en is begin dit jaar Vin Services (beverage dispense metals) aan de portfolio toegevoegd.

CEO Wim Pelsma en zijn team voeren de geformuleerde strategie nauwgezet uit. Er is continu aandacht voor verbetertrajecten, de zogenaamde *Operational Excellence projects*, terwijl ook de aandacht voor (global) Key Accounts al langere tijd een speerpunt is. Daarnaast worden innovatie roadmaps opgesteld en is er toenemende aandacht voor de ontwikkeling van niche applicaties met relatief hogere marges. De vele initiatieven, zowel organisch als innovatief, worden weerspiegeld in een met ruim 10% gestegen capex (*Capital Expenditure* – investeringen) van € 106 miljoen (2015: € 96 miljoen). De Return On Capital Employed (ROCE) klom van 14,3% naar 14,7%, waarmee de Groep goed op weg is naar de eerder geformuleerde doelstelling van tenminste 16%. Hierbij dient bedacht te worden dat CEO Pelsma de kost nadrukkelijk voor de baat laat uitgaan. Zo stond de winstgevendheid bij de oppervlaktebehandelingsactiviteiten (o.a. bij het twee jaar geleden overgenomen Impreglon) in 2016 onder druk door de start van greenfield vestigingen in China en Oost-Europa en het tegelijkertijd uitvoeren van optimaliserings- en herstructureringstrajecten. Wij vermoeden dat Aalberts Industries geleidelijk de positieve impact van de toegenomen schaalomvang in een wat sterkere autonome groei zal gaan vertalen. In dit kader is de afstoting van niet-kernactiviteiten

nog een vermeldenswaard gegeven. Naar verluidt zou voor een omzetwaarde van circa € 200 miljoen – met een naar verhouding lage EBITA-marge – in aanmerking komen om binnen redelijk afzienbare termijn te worden vervreemd. Met de benoeming van Mr A.R. (Arno) Monincx als lid van de Management Board, verantwoordelijk voor Business Development en M&A (Mergers & Acquisitions), alsmede voor een aantal Industrial Controls activiteiten, is het dagelijks bestuur uitgebreid van drie naar vier leden. De Management Board bestaat naast CEO Wim Pelsma en Arno Monincx verder uit CFO John Eijgendaal en Executive Director Oliver Jäger. Traditioneel geeft het management geen concrete prognose voor het resultaat in het lopende boekjaar. Er wordt volstaan met de mededeling dat er wordt voortgegaan met de consistente uitvoering van de strategie en het ontplooiën van de vele organische en innovatieve initiatieven. Daarnaast zullen de overgenomen bedrijven waar nodig worden geïntegreerd en zullen bolt-on acquisities worden nagestreefd om de marktposities verder te versterken. Tenslotte voorziet men een voortgaande duurzame groei. Tegen de huidige beurskoers van € 34,50 wordt 16,4x de getaxeerde winst over 2017 van € 2,10 per aandeel (+9%) voor Aalberts Industries betaald. Het dividendrendement bedraagt bij een onveranderde pay-out ratio van 30% ruim 1,8%.

Tankopslagbedrijf **Koninklijke Vopak** rapporteerde Q4 2016 cijfers die behoorlijk achterbleven bij de marktconsensus. Bij een met 3% gedaalde omzet van € 338,8 miljoen (Q4 2015: € 350,4 miljoen) daalde de EBIT met 10% van € 143,3 miljoen naar € 128,9 miljoen. Over geheel 2016 kwam de EBIT 1% hoger uit op € 558,4 miljoen (2015: € 555,5 miljoen) bij een met 3% gedaalde omzet van € 1.347 miljoen (2015: € 1.386 miljoen). De winst per aandeel uit gewone bedrijfsuitoefening steeg marginaal van € 2,55 naar € 2,56. Er was een buitengewone bate ter grootte van € 201 miljoen (2015: verlies van € 6 miljoen), zijnde voornamelijk het saldo van de verkoop van de Britse assets en een impairment op de EMEA-divisie. Het dividend werd met € 0,05 verhoogd naar € 1,05 per aandeel, waarmee derhalve geen sprake was van een jubileumdividend vanwege het 400-jarige bestaan van de onderneming. Het management presenteerde een gedetailleerde outlook voor de periode 2017 – 2019. Voor het lopende jaar wordt een handhaving van de bezettingsgraad van tenminste 90% voorzien. Daarnaast is Vopak voornemens additioneel te gaan investeren in een gedisciplineerde groei van de beschikbare capaciteit, nieuwe technologie, innovatieve projecten, alsmede vervanging van IT-systemen teneinde de productiviteit te verhogen. De meerderheid van deze investeringen zal vanaf 2019 gaan bijdragen aan de resultaten. In het licht van de aanloop van deze investeringen en het niet-realiseren van opbrengsten uit de vorig jaar verkochte assets, wordt een lagere EBITDA voorzien in 2017.

Voor de periode 2017 – 2019 anticipeert het management op volatiliteit in energie- en commodityprijzen, op financiële markten en houdt rekening met onvoorspelbare geopolitieke ontwikkelingen. Afgezien van hieraan inherent verbonden effecten op de korte termijn verwacht Vopak niettemin in staat te zijn vast te houden aan een positieve ontwikkeling van de winst per aandeel. Daarbij wordt als maatstaf de Cashflow Return on Gross Assets after tax (CFROGA) gehanteerd die zich binnen een bandbreedte van 9 – 11% dient te bevinden.

De beurskoers van Koninklijke Vopak onderging een scherpe neerwaartse correctie na bekendmaking van de jaarcijfers 2016 en de gepresenteerde middellange termijn vooruitzichten. Nadat kortstondig een laagste koers van € 37,52 werd aangetikt – ruim 16% onder de ultimo 2016 koers van € 44,87 – volgde een technisch koersherstel tot € 41,50. Tegen deze beurskoers wordt thans 17,3x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Koninklijke Vopak betaald en komt het dividendrendement op ruim 2,5%. Afhankelijk van mogelijke acquisities zal het winstmomentum van Vopak op de middellange termijn weer kunnen aantrekken. Tot die tijd volstaan wij met een bescheiden positie in deze uitstekend gepositioneerde en goed geleide onderneming.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 maart 2017 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	14,0%
ASM International	11,2%
Nedap	9,6%
TKH Group	8,8%
BE Semiconductor Industries	8,0%
Sif Group	6,3%
Flow Traders	6,1%
Kendrion	6,1%
Acomo	5,2%
Brunel International	4,8%
Overige 6 participaties	15,4%
Liquiditeiten en overige	4,5%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het merendeel van de tot op heden gepubliceerde jaarcijfers over 2016 van onze participaties is licht beter dan wij hadden voorzien. Bij veel industriële ondernemingen uit onze portefeuille blijkt zich vanaf het tweede deel van het laatste kwartaal een omzet- en winstgroei te manifesteren. Deze ontwikkeling verschaft een goede basis voor een hogere omzet- en winstgroei in het lopende jaar. Een per saldo sterkere US dollar werkt per saldo eveneens gunstig uit op de groei van omzet en resultaat.

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 deze ondernemingen in staat moeten zijn om ook in een meer uitdagende macro economische en politieke marktomgeving uitstekend te presteren.

Voor 2017 gaan wij per saldo uit van een voortzetting van een enkelcijferige omzetgroei en een ruime dubbelcijferige winstgroei bij de meerderheid van onze participaties. Daarnaast zijn er volop mogelijkheden om via acquisities deze groei te versnellen. Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2017 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 14,5 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 8 maart 2017

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen