

MAANDBERICHT OVER JANUARI 2016

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt had dit jaar een koude start. De AEX-index verloor in januari 2,4% op 431,28, terwijl de Amsterdam Midkap 5,1% lager sloot op 662,66 en de Amsterdam SmallCap Index 7,7% daalde naar 733,48.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in januari met 3,9% van € 39,43 naar € 37,88. Het fondsvermogen per 1 februari 2016 bedraagt € 64,4 miljoen, waarvan een bedrag van € 63,3 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 1,8% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 37,69
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 37,88
Fondsvermogen	€ 64.449.791
Aantal uitstaande aandelen	1.701.387

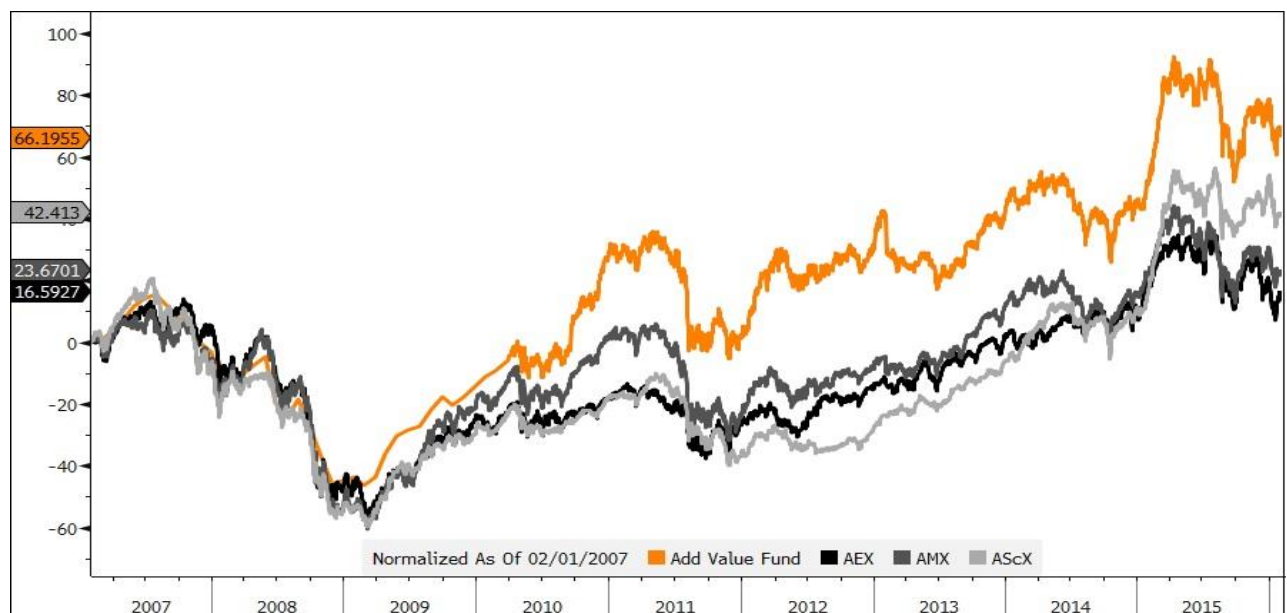
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	-3,93	+67,52
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	-2,39	+16,59
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-5,07	+23,67
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	-7,69	+42,41

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 29/01/2016

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/01/2016)

Peildatum: 29/01/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Accell Group	+39,0	-6,0	-1,1	-10,9
2.	TKH Group	+24,0	-12,4	-0,6	-8,6
3.	Aalberts Industries	+13,6	+1,8	-1,6	-8,5
4.	Brunel International	+7,2	-13,4	-9,5	-8,0
5.	Acomo	+6,9	-3,8	-1,3	-2,6
6.	Nedap	+5,2	-11,8	-0,3	-2,8
7.	Hunter Douglas	+3,5	-5,1	-2,0	+2,2
8.	BE Semiconductor Ind.	+2,9	-14,1	-5,4	+0,4
9.	ASM International	+0,8	-10,6	+5,3	+1,3
10.	Neways Electronics Int.	-0,8	-14,9	-11,8	-3,6
11.	Koninklijke Vopak	-9,2	-15,9	+9,5	+1,0
12.	Kendrion	-10,9	-20,2	-0,9	-10,5
13.	Koninklijke Brill	-14,2	-19,4	-6,4	-5,8
14.	Lucas Bols	.-	+13,5	-1,8	-13,4
15.	Flow Traders	.-	+24,5	+31,5	+2,9

- In januari realiseerden 5 van de 15 participaties (= 33%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 9 van de 13 (exclusief Lucas Bols en Flow Traders) ondernemingen (= 69%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Flow Traders** en **Hunter Douglas** bovengemiddeld in de portefeuille. Flow Traders zal naar alle waarschijnlijkheid geprofiteerd hebben van de wereldwijde koersvolatiliteit en de recordinstroom van ETF's in Europa. De beurskoers van Hunter Douglas toonde een technisch koersherstel na een relatief zwakke performance gedurende de decembermaand;
- **Accell Group** presteerde in januari benedengemiddeld. Winstnemingen volgde op een zeer sterke koersstijging van 55% in 2015 en het bekendmaken van diefstal in Taiwan.

Mutaties in de portefeuille

In januari hebben er geen mutaties plaatsgevonden.

Bedrijfsnieuws

Nedap (technologische oplossingen voor maatschappelijke uitdagingen) berichtte dat door goede verkopen in de laatste weken van 2015 zowel de opbrengsten als het resultaat hoger uitkomen dan in november vorig jaar werd voorzien. De opbrengsten liggen enkele procenten boven het niveau van 2014 (€ 177,2 miljoen) waar eerder ongeveer gelijke opbrengsten werden voorspeld, terwijl de winst voor belastingen en exclusief bijzondere lasten naar verwachting ongeveer gelijk ten opzichte van 2014 (€ 12,4 miljoen) uitkomt. In november werd nog rekening gehouden met een winstdaling van circa 10%, hetgeen impliceert dat de marge van de extra verkopen relatief hoog is. De bijzondere lasten hangen grotendeels samen met de herinrichting van de supply chain en bedragen ongeveer € 10 miljoen voor belastingen.

De Italiaanse modeketen Calzedonia Group heeft Nedap geselecteerd als leverancier voor beveiligingsoplossingen, zoals systemen voor elektronische artikelbeveiliging (EAS), videosurveillance en inbraakdetectiesystemen. Het meerjarige contract omvat de levering en installatie van RF EAS-hardware en beveiligingsetiketten voor diefstalpreventie. Als eerste stap worden EAS-systemen uitgerold in ongeveer 50 Tezenis- en Intimissimi-winkels.

Calzedonia heeft wereldwijd circa 4.000 winkels in 40 landen, en de eerste installaties werden al in het laatste kwartaal van 2015 voltooid.

Wij taxeren een winst per aandeel 2015 van circa € 1,45 (2014: € 1,46 exclusief bijzondere posten) en hanteren een onveranderd dividend van € 1,25 per aandeel. Voor 2016 taxeren wij tentatief een winst per aandeel van € 1,70. Tegen de huidige beurskoers van € 30,- worden de aandelen Nedap verhandeld tegen 17,6x de verwachte winst 2016. Het dividendrendement bedraagt 4,2%.

Aalberts Industries (Flow Control & Industrial Services) meldde de overname van Ushers Machine & Tool Co., Inc. met vestigingen in Round Lake (New York), Sunapee (New Hampshire) en Greenville (South Carolina). Ushers realiseert een jaaromzet van circa US\$ 40 miljoen en versterkt de positie van Aalberts Industries in Industrial Services in de eindmarkt van krachtopwekking. Ushers voorziet OEM's (Original Equipment Manufacturers) in deze eindmarkt van precisie machines, las- en assembleerapparatuur en test complexe onderdelen en modules voor industriële gasturbines (IGTs). De markt voor IGTs groeit momenteel sterk door de toenemende vraag naar groene energie. Aalberts Industries werkt in de Verenigde Staten voor haar brazing and heat treatment al jaren samen met Ushers. Het is de bedoeling dat de gecombineerde bedrijven hun hoogwaardige technologieën en excellente service gaan integreren voor hun respectievelijke Key Accounts, waardoor Aalberts' positie in de eindmarkt voor krachtopwekking wordt versterkt. De komende jaren zal worden geïnvesteerd in de uitbreiding, de toevoeging van complementaire technologieën alsmede de export van bestaande Key Accounts naar Europa en Azië. Ushers zal met ingang van 1 januari jl. worden geconsolideerd in de cijfers van Aalberts Industries. De overname wordt gefinancierd uit bestaande kredietlijnen en draagt direct bij aan de groei van de winst per aandeel (getaxeerd: € 0,02). Tevens meldde Aalberts dat het de overname van Impreglon uit 2014 afgelopen december volledig heeft afgerond door in de zogenaamde *squeeze out* de resterende, nog niet aangemelde aandelen te kopen. Nu Aalberts 100% van de Impreglon-aandelen in bezit heeft, zal de komende periode het integratie- en verbeterprogramma worden versneld door het versterkte Management Team. Tenslotte meldde Aalberts in het kader van de stroomlijning van de portfolio de verkoop van de niet-kernactiviteit Overeem (complexe gerolvormde profielen) met een jaaromzet van circa € 16 miljoen. De opbrengst van deze verkoop zal worden aangewend voor de versterking van bestaande marktposities en -operaties. Wij taxeren een winst per aandeel 2015 van € 1,70 (2014: € 1,52) en een dividend per aandeel van € 0,60 (2014: € 0,46). Voor 2016 hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel van circa € 1,90 en, bij een gelijke pay-out ratio van 35%, een dividendprognose van € 0,67 per aandeel. 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%.

Uit onderzoek van Morningstar is gebleken dat Exchange Traded Funds (ETF's) bijzonder populair waren in 2015. In Europa was een recordinstroom aan nieuw geld in deze passieve beleggingsproducten te noteren. De instroom was in 2014 al groeiende, met bijna € 45 miljard, maar 2015 brak alle records. In het eerste kwartaal van 2015 was het al meteen raak: dat kwartaal noteerde de hoogste instroom ooit in een kwartaal gemeten. Dat zette de toon voor de rest van het jaar. Maar liefst € 70,8 miljard vond gedurende het afgelopen jaar zijn weg naar Exchange Traded Products (ETP's). Dat maakt duidelijk dat de markt voor deze producten met een passieve beleggingsstijl sterk groeit. Door de sterke aanwas plus de rendementen stond het beheerd vermogen in ETF's bij het afsluiten van 2015 op € 467 miljard, bijna een kwart meer dan een jaar eerder. Als de groei doorzet, zal het beheerd vermogen in 2020 de grens van € 1.000 miljard passeren, voorspelt Morningstar-analist José Garcia Zarate.

In de portefeuille van Add Value Fund profiteert **Flow Traders** als liquiditeitsverschaffer in ETF's en ETP's bij uitstek van deze ontwikkeling. Tegen de huidige beurskoers van € 44,- worden de aandelen Flow Traders verhandeld op 12,6x de getaxeerde winst 2016. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 57% komt het dividendrendement alsdan op 4,5%.

Fietsenproducent **Accell Group** meldde dat op basis van de meest recente inzichten in 2015 een solide omzet- en winstgroei is gerealiseerd. Vooral de verdergaande stijging van de verkoop van sportieve elektrische fietsen (e-MTBs) in de diverse Europese landen heeft hiertoe bijgedragen. Echter, Accell werd zeer recent geconfronteerd met fraude in de eigen Aziatische organisatie (Accell Asia Taiwan), waarbij aan het licht kwam dat een medewerker diefstal heeft gepleegd. Hoewel het onderzoek naar de toedracht en de schade nog in volle gang is, kan wel reeds worden

vastgesteld dat de schade maximaal € 4 miljoen zal bedragen. Accell is niet verzekerd tegen dit soort schade en is mede afhankelijk van de mogelijkheden voor terugvordering bij de betrokken medewerker om het verlies te beperken. Het lopende onderzoek maakt duidelijk dat het een op zichzelf staand incident betreft en dat ondanks de voortdurende aanscherping van de interne controles deze het misdrijf niet hebben kunnen voorkomen. De komende maanden zal naast de afronding van het onderzoek in Azië bekeken worden op welke aspecten het stelsel van interne beheersingsmaatregelen aangescherpt of versterkt moet worden. Omdat de resultaten over het tweede halfjaar 2015 beter zijn dan eerder verwacht, handhaaft Accell de eerdere prognose van een stijging van de nettowinst in het tweede halfjaar 2015 ten opzichte van dezelfde periode in 2014, ondanks de geraamde schade van de diefstal. Het effect van de schade uit Taiwan laat zich berekenen op € 0,16 per aandeel. Inclusief dit effect verlagen wij de getaxeerde winst per aandeel 2015 van € 1,50 naar € 1,40 (2014: € 1,06). Voor 2016 handhaven wij vooralsnog onze oorspronkelijke schatting van € 1,55. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 58% komt het getaxeerde dividend op € 0,90 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 18,70 worden de aandelen Accell Group gewaardeerd tegen 12,1x de verwachte winst 2016 en komt het dividendrendement op 4,8%.

Vanwege hun “*excess cash positie*” en de fors gedaalde beurskoersen besloten chipbedrijven **BE Semiconductor Industries** en **ASM International** eind vorig jaar om eigen aandelen te gaan inkopen. BESI meldde per 25 januari jl. in totaal 321.988 aandelen te hebben ingekocht sinds de aankondiging op 25 september 2015 tegen een gemiddelde kostprijs van € 17,54 per aandeel. BESI gaat maximaal 1 miljoen eigen aandelen inkopen, ofwel circa 2,5% van het uitstaande aandelenkapitaal. ASMI heeft per 22 januari jl. voor ruim € 13,6 miljoen aan eigen aandelen ingekocht, bijna 14% van het totale inkoopprogramma ter waarde van € 100 miljoen.

In de verslagmaand verhoogde Nolet Holding, het bedrijf achter het jenevermerk Ketel 1, haar strategische belang in **Lucas Bols** met circa 4% van 21 naar 25%. Het is opvallend dat relatief kort na het kopen van het 17%-belang van AAC Capital in oktober vorig jaar de investeringsmaatschappij van de familie Nolet haar belang weer uitbreid. In het persbericht valt te lezen dat Nolet haar deelneming in Lucas Bols beschouwt als een interessante investering voor de lange termijn in een goed geleid en financieel gezond bedrijf, dat met wereldwijde premium merken, aangevuld met sterke regionale merken, opereert in een branche, waarin Nolet zelf al meer dan drie eeuwen actief is en waarmee zij zich zeer vertrouwd voelt. Ondanks dat de familie wederom aangeeft geen intentie te hebben om een bod te doen op alle uitstaande aandelen Lucas Bols sluiten wij een volledige overname niet uit. Tegen de huidige beurskoers van € 19,45 wordt 15,6x de getaxeerde winst 2015/16 van € 1,25 voor de aandelen betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt circa 3,2% bij een pay-out ratio van 50%.

Samenstelling portefeuille

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

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

Vooruitzichten

Ondanks de huidige turbulentie op de financiële markten kijken wij met vertrouwen uit naar de (definitieve) jaarcijfers en de middellange vooruitzichten van onze 15 participaties.

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 tevens 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 12,6 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,1%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 1 februari 2016

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen