

MAANDBERICHT OVER MAART 2016

Inleiding

De maand maart werd gekenmerkt door een voortgaand technisch marktherstel. De AEX-index steeg 3,1% naar 440,11, de Amsterdam Midkap 2,2% naar 674,12 en de Amsterdam SmallCap Index 4,3% naar 781,33.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in maart met 6,3% van € 38,25 naar € 40,65. Het totaal beleggingsresultaat over het eerste kwartaal van 2016 kwam daarmee op +3,1%. Het fondsvermogen per 1 april 2016 bedraagt € 69,1 miljoen, waarvan een bedrag van € 68,8 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 0,5% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 40,45
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 40,65
Fondsvermogen	€ 69.128.554
Aantal uitstaande aandelen	1.700.571

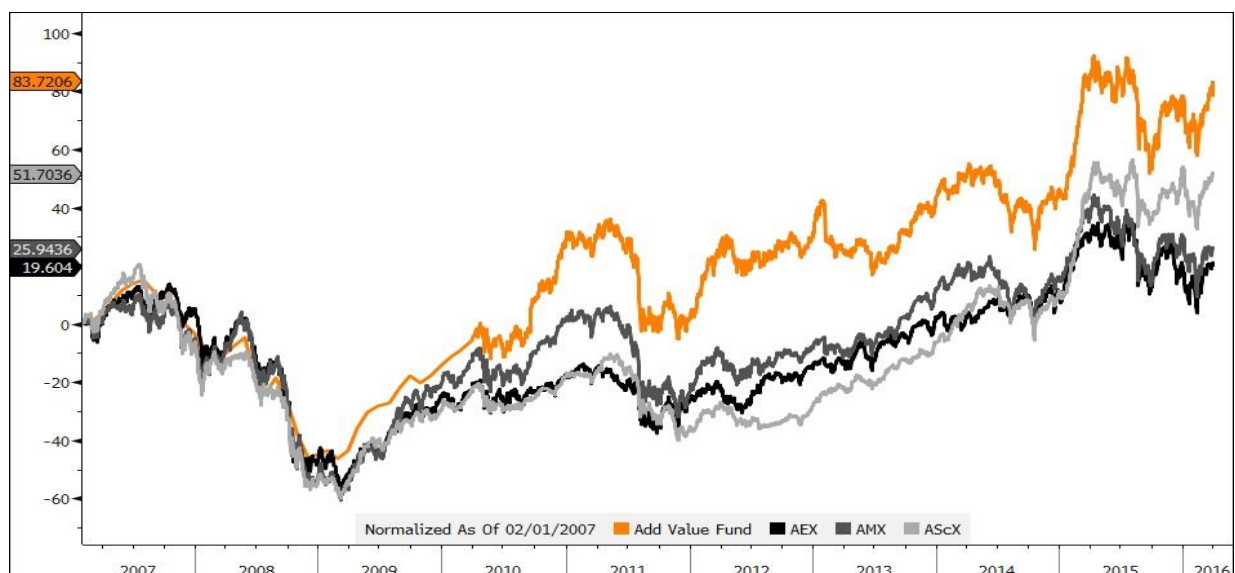
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+3,09	+83,72
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+0,14	+19,60
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-3,32	+25,94
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	-1,66	+51,70

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/03/2016

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/03/2016)

Peildatum: 31/03/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TKH Group	+14,2	+16,3	+0,5	+10,0
2.	Accell Group	+8,1	-2,2	-11,2	-3,4
3.	Aalberts Industries	+4,2	+15,2	-4,1	+6,4
4.	Brunel International	+4,0	+22,1	+10,1	+15,4
5.	Lucas Bols	+0,7	0,0	-19,3	-13,1
6.	Hunter Douglas	-0,5	0,0	+5,0	+3,8
7.	Koninklijke Brill	-1,7	+4,8	+8,1	+17,4
8.	Nedap	-3,2	+13,5	+5,5	+9,4
9.	Acomo	-6,4	+15,5	+2,1	+5,3
10.	ASM International	-8,6	+36,1	+8,9	+1,1
11.	Koninklijke Vopak	-14,9	+22,6	+10,3	+4,2
12.	BE Semiconductor Ind.	-19,3	+73,9	+29,8	+3,3
13.	Kendrion	-25,4	-0,2	-10,7	+12,2
14.	Neways Electronics Int.	-28,6	-9,0	-5,3	-0,7
15.	Flow Traders	-.	+17,0	-10,1	+6,4

- In maart realiseerden 12 van de 15 participaties (= 80%) 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 **Koninklijke Brill** en **Brunel International** bovengemiddeld in de portefeuille. Brill rapporteerde licht meevallende jaarcijfers 2015 en uitte zich in positieve bewoordingen ten aanzien van het lopende boekjaar. Brunel presteerde conform de analistenconsensus, maar verraste met een superdividend en een solide outlook voor 2016;
- Het aandeel **Lucas Bols** was in maart een dissonant met een scherpe koersreactie. Deze volgde op een teleurstellende omzet- en winstontwikkeling in het laatste kwartaal van het gebroken boekjaar. Daarenboven was de prognose voor 2015/16 evenmin positief. Het management kiest ervoor fors te investeren in de Amerikaanse expansie. De kost gaat derhalve voor de baat uit. Zolang het resultaat van deze extra-inspanningen nog niet zichtbaar is in een significante omzettoename, is het opwaarts koerspotentieel vooralsnog beperkt.

Mutaties in de portefeuille

In maart hebben er geen mutaties plaatsgevonden.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas, wereldmarktleider in de productie en verkoop van raambekleding en prominent aanbieder van architectonische systemen (plafond- en gevelsystemen), rapporteerde sterke cijfers over het vierde kwartaal 2015. De omzet daalde weliswaar met 6% van US\$ 682 miljoen naar US\$ 641 miljoen, maar dit was volledig te wijten aan de sterke US dollar (-8% effect op overige valuta's). Er was een 1% hoger afzetvolume, alsmede 1% bijdrage uit acquisities. Het EBITDA-resultaat steeg met 30% van US\$ 77,3 miljoen naar US\$ 100,3 miljoen. Er waren eenmalige herstructureringslasten ten bedrage van US\$ 13,9 miljoen (Q4 2015: US\$ 17,0 miljoen). Het netto resultaat op de Investment Portfolio bedroeg US\$ 2,0 miljoen (Q4 2015: US\$ 1,6 miljoen). De winst voor belasting steeg van US\$ 32,2 miljoen naar US\$ 69,0 miljoen (+114%). Daarmee kwam het jaarresultaat 2015 van Hunter Douglas uit op US\$ 156,1 miljoen, een stijging van 25% ten opzichte van de nettowinst van 2014 van US\$ 125,0 miljoen. De omzet op jaarbasis

bedroeg US\$ 2.552 miljoen, 5% lager dan over 2014 toen de omzet op US\$ 2.695 miljoen uitkwam. Deze daling was opgebouwd uit een volumestijging van 3%, een (positief) acquisitie-effect van 1% en een valuta-impact van -9%. Het EBITDA-resultaat verbeterde met 12,2% van US\$ 282,3 miljoen naar US\$ 316,7 miljoen. De eenmalige herstructureringskosten bleven vorig jaar beperkt tot de in het vierde kwartaal gemelde US\$ 13,9 miljoen (2014: US\$ 23,0 miljoen) en hebben betrekking op capaciteitsbeperkingen in Azië, Europa en Noord-Amerika. Het netto resultaat op de Investment Portfolio was vorig jaar negatief: - US\$ 5,3 miljoen (2014: + US\$ 1,6 miljoen) bij een portefeuille-omvang van US\$ 202 miljoen per ultimo 2015. De winst per aandeel steeg van € 2,71 in 2014 naar € 4,04 in 2015 (+49%) en overtrof daarmee licht onze prognose van € 4,00. CFO Leen Reijtenbagh gaf in een toelichting op de resultaten 2015 aan dat de scherpe verbetering van de resultaten feitelijk is terug te voeren op de verruiming van de brutomarge. Deze steeg jaar-op-jaar van 42,4% naar 44,2% en klom in het vierde kwartaal 2015 naar 44,5% (Q4 2014: 42,9%). De verbeterde brutomarge is een combinatie van de prijsverhogingen die Hunter Douglas het afgelopen jaar kon doorvoeren (gemiddeld circa 5%) en de positieve effecten van de in het verleden doorgevoerde reorganisaties die de efficiency van de gehele organisatie hebben vergroot. CEO en grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg stelde dat Hunter Douglas intussen weer toe is aan een fase van hernieuwde groei. Hij zal de dagelijkse leiding van de Groep dit jaar overdragen aan zijn twee zoons, Marko en David die al geruime tijd op leidinggevende posities werkzaam zijn binnen HD. Ofschoon de onderneming gewag maakt van trage groeivoorzichten in de Verenigde Staten (47% van de omzet, inclusief Canada), stabiele economische condities in Europa (36% van de omzet) en aanhoudend moeilijke marktomstandigheden in Azië en Latijns Amerika (beide 7% van de omzet), meent het Bestuur niettemin in een sterke positie te zijn op het gebied van productassortiment, distributie, financiën en management. Wij voorzien ook een winsttoename in het lopende boekjaar. Deze verdere winststijging zal mede worden gedragen door de eerste bijdrage van de vorig jaar gelanceerde *Power View motorization* applicatie die goed is ontvangen in de Verenigde Staten. Volgens co-CEO David Sonnenberg is dit de grootste marktintroductie sinds jaren van Hunter Douglas. Het zeer sterke cash genererende verdienmodel van de onderneming heeft er intussen toe geleid dat de Net Debt/EBITDA verhouding per ultimo 2015 is gedaald tot 0,59 (gecorrigeerd voor Investment Portfolio). HD keert over 2015 een contant dividend van € 1,50 (2014: € 1,35) per aandeel uit, hetgeen een pay-out ratio van 37,1% impliceert (2014: 49,8%). De lagere pay-out kan niet los worden gezien van de aangekondigde overname van de raambekledingsactiviteiten van Levolor en Kirsch van het Amerikaanse conglomeraat Newell Rubbermaid voor een aankoopprijs van US\$ 270 miljoen. Deze acquisitie voegt circa 12% toe aan de groepsomzet en is de grootste acquisitie in de 97-jarige bedrijfsgeschiedenis van HD. Levolor en Kirsch genereerden vorig jaar met circa 2.600 medewerkers een omzet van US\$ 302 miljoen. Met deze overname groeit de Noord-Amerikaanse raambekleding omzet van HD met circa 30% naar bijna US\$ 1,4 miljard. Daarnaast lijft HD de een na belangrijkste concurrent in op de meest winstgevende thuismarkt.

Het Levolor-merk is één van de oudste en meest gereputeerde in de raambekledingsindustrie in de Verenigde Staten. Oppericht in 1935 en met productielocaties in Utah, Mexico en China (Shenzhen), levert Levolor haar producten voornamelijk via het retailkanaal (home center channel), waar Hunter Douglas slechts een bescheiden marktpositie heeft. Uit dien hoofde is derhalve sprake van een complementaire overname. Uitgaande van een consolidatie van Levolor/Kirsch vanaf H2 2016 – de overname is nog in afwachting van goedkeuring door de autoriteiten – verwachten wij dat een winst per aandeel in 2016 van € 5,00 haalbaar moet zijn. Tegen de huidige beurskoers van € 38,- worden de aandelen Hunter Douglas thans op slechts 7,6x de getaxeerde winst 2016 gewaardeerd. Het dividendrendement bedraagt bijna 4%.

Technologieleverancier **TKH Group** rapporteerde cijfers over het vierde kwartaal 2015 die in lijn waren met de marktverwachting. De omzet daalde met 3,2% naar € 344,7 miljoen (Q4 2014: € 356,2 miljoen), waarbij de autonome omzetzakking op 6,6% uitkwam. Deze daling was het gevolg van de cyclische teruggang in het segment Industrial Solutions waar de lagere orderingang van de voorgaande kwartalen zich vertaalde in een omzetkrimp van ruim 14%. Daarentegen steeg de omzet in Building Solutions met 11,2% waarvan 1,9% autonome groei, waardoor de omzetspreiding binnen de groep evenwichtiger werd. Ondanks de lagere omzet steeg de genormaliseerde EBITA fractioneel naar € 39,9 miljoen (Q4 2014: € 39,8 miljoen). De ROS (Return on Sales) steeg daardoor van 11,2% naar 11,6%. Over geheel 2015 steeg de groepsomzet met 2,2% van € 1.345,7 miljoen naar € 1.375,2 miljoen, terwijl de EBITA met 4,7% toenam tot € 151,5 miljoen (2014: € 144,7 miljoen). De ROS klom een vol procentpunt naar 11,0%.

Ondanks de bijna 8% lagere omzet in *Industrial Solutions* wist TKH de winstgevendheid in dit segment goed op peil te houden met een stabiele ROS van 13,5%. *Building Solutions* beleefde een doorbraak in 2015 met een 50% hogere EBITA van € 64,6 miljoen (2014: € 43,1 miljoen) bij een 17% hogere omzet van € 581,6 miljoen (2014: € 497,6 miljoen). De overname van het Oostenrijkse familiebedrijf Commend eind 2014 droeg ten zeerste bij aan deze progressie. Commend is met ruim 300 medewerkers en een omzet van circa €45 miljoen op jaarbasis wereldwijd marktleider in mission critical intercomsystemen. *Telecom*, met een jaaromzet van € 166 miljoen het kleinste segment in de groep, verbeterde de EBIT van € 14,5 miljoen tot € 15,8 miljoen (+9%) bij een licht gedaalde omzet. Het TKH-bestuur verhoogde de middellange termijn doelstelling voor de ROS van 10-11% naar 11-12% en van de ROCE (Return on Capital Employed) van 18-20% naar 20-22% (2015: 22,1%). Het management is terughoudend ten aanzien van de vooruitzichten voor het lopende jaar. Dit heeft in het bijzonder betrekking op de huidige situatie in China waar vooralsnog geen herstel van de investeringsvraag wordt voorzien. De op groepsniveau lagere orderingang sinds het begin van 2015, zal doorwerken in een lagere omzet van de bandenbouwactiviteiten in H1 2016. Tegelijkertijd zal het kostenniveau in de eerste helft van dit jaar hoger uitkomen omdat voor H2 2016 weer een toenemende vraag wordt verwacht. Niet zozeer vanuit China, maar wel van de zogenaamde Big 5, de vijf grote bandenproducenten (Michelin, Pirelli, Continental, Goodyear en Bridgestone) die er stilaan toe overgaan de hoogwaardige technologie van TKH-dochter VMI te gaan toepassen in hun productieprocessen. Ten aanzien van *Building Solutions* verwacht TKH in het lopende jaar een voortgaande gunstige ontwikkeling gezien de toonaangevende positie in vision-technologie die zal leiden tot gestaag groeiende marktaandeelen. Wel dient rekening te worden gehouden met een lagere vraag vanuit de Marine, oil & gas sector. Van Telecom Solutions wordt een voortzetting van de groei voorzien door een grotere productiecapaciteit in combinatie met een verbeterde efficiency. Op middellange termijn handhaaft het management de prognose dat de groepsomzet de komende 3 tot 5 jaar met € 300 – 500 miljoen kan toenemen in de geselecteerde zeven verticale groeimarkten – Fibre optics, Care, Parking, Tunnel & Infra, Marine, Oil & Gas, Machine Vision en Tire Building. Daarbij maakte CEO Alexander van der Lof expliciet duidelijk dat zich vanaf 2018 een aanzienlijke versnelling van de groei mag worden verwacht. Immers, de toepassing van nieuwe technologieën lijkt rond die tijd door de klanten in de eindmarkten te worden ingezet. Denk daarbij aan een sterk stijgend marktaandeel in de bandenbouw (vanaf 2019 verder accellererend door de introductie van de nieuwste generatie UNIXX), alsmede aan de bijdrage van de afzet van subsea-kabels en de hogere omzetten in vision-technologie. Voor 2016 taxeren wij een licht hoger resultaat per aandeel van € 2,55 (2015: € 2,40) waaruit een dividend van € 1,20 (2015: € 1,10) betaalbaar kan worden gesteld. Tegen de huidige beurskoers van € 36,70 wordt 14,4x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen TKH Group betaald en komt het bijbehorende dividendrendement op 3,3%. Dit is exclusief de eventuele bijdrage van acquisities. Wij voorzien op korte termijn geen grote activiteit op dit gebied, hoewel de sterke vermogensverhoudingen (Net debt/EBITDA: 0,9 en rentedekking: 22,5) add-on acquisities zeker toelaten.

In de eerste maanden van 2016 zijn de opbrengsten van technologie-leverancier **Nedap** met ongeveer 3% gegroeid ten opzichte van het voorgaande jaar. De marktgroepen Healthcare, Identification Systems, Library Systems, Retail, Security Management en Nsecure droegen aan deze groei bij. De marktgroepen Energy Systems, Light Controls en Livestock Management zagen hun opbrengsten in deze periode dalen. De directie is positief gestemd over de ontwikkelingen in 2016, maar acht het nog te vroeg om een uitspraak te doen over de omvang van de groei in opbrengsten over geheel 2016. Dit omdat deze naast het economisch klimaat afhankelijk is van ontwikkelingen op specifieke markten en opdrachten van individuele klanten. De herinrichting van de supply chain verloopt volgens plan. De gesprekken met mogelijke productiepartners lopen naar wens en de interne voorbereidingen vorderen goed. Naar verwachting worden tegen het eind van 2016 de eerste producten extern geproduceerd en worden de beoogde kostprijsverlaging en balansverkortings geleidelijk zichtbaar in de loop van 2017. Op basis van de huidige inzichten zal de herinrichting eind volgend jaar zijn afgerond. Aangezien de continuïteit van leveringen aan klanten voorop staat, kan het tempo van uitbesteden nog worden aangepast. Om leveringen te borgen, kan in 2016 en 2017 tijdelijk sprake zijn van hogere voorraadniveaus. Ook kunnen in deze jaren operationele kosten hoger liggen omdat de eigen productiefaciliteiten als achtervang dienen voor de productiepartners. Verder zijn non-cash afboekingen mogelijk op activa die vanwege de uitbesteding minder waard zijn. Nedap heeft met huisbank ABN AMRO een nieuwe kredietovereenkomst gesloten, waardoor de looptijd van de financiering is verlengd tot mei 2023. De gecommitteerde

faciliteiten hebben een totale omvang van € 44 miljoen en een flexibel aflossingsschema. Ook is rekening gehouden met seizoenpatronen. Er zijn geen convenanten afgesproken en de tarieven blijven ongewijzigd. In mei 2021 zullen ABN AMRO en Nedap bepalen of er aanleiding is om het tarief en volume van de financiering aan te passen. Samen met de solvabiliteit van meer dan 40% resulteert de nieuwe kredietovereenkomst in een verdere versterking van de financiële positie van Nedap.

Voorts werd gemeld dat de Noorse moderetailer Varner-Gruppen AS Nedap heeft gekozen als technologiepartner om de artikelen in hun winkels te beveiligen tegen diefstal. De retailer beschikt over 1.500 winkels van uiteenlopende modemerken in acht Europese landen. Varner implementeert Nedap's EAS-systeem (elektronische artikelbeveiliging) dat bestaat uit RF-antennes bij de uitgang van de winkels, POS-systemen en labels. Het assortiment van Nedap biedt ook de mogelijkheid voor een overstap naar RFID, connectivity en bronbeveiliging in de toekomst. Dit brengt extra voordelen met zich mee op het gebied van voorraadbeheer, realtime inzichten en kostenbesparingen. Wij hanteren voor Nedap een getaxeerde winst per aandeel 2016 van € 2,00 (2015: € 1,88) waarmee de aandelen Nedap tegen de huidige beurskoers van € 31,- op 15,5x de verwachte winst worden gewaardeerd. Het dividendrendement komt bij een veronderstelde pay-out ratio van 75% op 4,8%.

Internationaal detacheerder **Brunel International** rapporteerde de cijfers over het vierde kwartaal 2015. Zoals verwacht was er een stevige teruggang in de Olie & Gas divisie waar de omzet met 31% daalde van € 254,2 miljoen naar € 174,3 miljoen en de EBIT met 63% afnam tot € 5,0 miljoen (Q4 2014: € 13,7 miljoen). Daarentegen boekte Brunel Nederland de beste resultaten in een kwartaal in de historie van de onderneming. Bij een met 17% gestegen omzet van € 54,2 miljoen (2014: € 46,4 miljoen) nam de EBIT met 125% toe van € 3,1 miljoen naar € 6,9 miljoen. Brunel Duitsland rapporteerde voor het eerst in negen maanden weer omzetgroei: +4% op € 50,8 miljoen (Q4 2014: € 48,6 miljoen) met een verbetering van 30% van de EBIT van € 5,0 miljoen naar € 6,5 miljoen. Over geheel 2015 bedroeg de omzet € 1.229 miljoen, 11,4% minder dan over 2014 (€ 1.387 miljoen). De EBIT kromp 25% van € 74,7 miljoen naar € 56,1 miljoen en de nettowinst met 23% van € 48,4 miljoen naar € 37,1 miljoen. De winst per aandeel 2015 kwam uit op € 0,75, conform onze prognose. Deze gehele winst zal contant worden uitgekeerd aan aandeelhouders, waaraan een extra dividend van nog eens € 0,75 per aandeel wordt toegevoegd om de overliquiditeit in de balans te beperken. Per ultimo 2015 stond voor een bedrag van € 180 miljoen aan liquiditeiten op de balans, overeenkomend met € 3,60 per aandeel Brunel. Nu het activiteitsniveau in de Olie & Gas divisie op een structureel lager niveau ligt, behoeft Brunel beduidend minder kapitaal aan te houden voor de financiering van het werkkapitaal. Ten aanzien van de vooruitzichten voor 2016 indiceert het management een verdere sterke groei in Nederland, alsmede een verdere verbetering van de groei in Duitsland. De neergang in Brunel Energy zal zich in 2016 voortzetten, temeer omdat de omzet in de Projecten-divisie vanaf H2 2016 sterk zal terugvallen. Omdat Brunel de organisatie van de Energy-divisie inmiddels grotendeels heeft aangepast aan de lagere activiteitenomvang, voorzien wij een relatief bescheiden neergang in de EBIT van 2016. Daartegenover verwachten wij dat er nog een substantiële groei in Nederland en Duitsland mogelijk is, met name in H1 2016 in vergelijking met het relatief zwakke H1 2015. Per saldo houden wij rekening met een bescheiden herstel van de winst per aandeel naar € 0,85 (2015: € 0,75). Gezien het onveranderd sterke cash genererende vermogen van Brunel, voorzien wij dat het dividend over 2016 zal worden gehandhaafd op het niveau van 2015 (€ 1,50 per aandeel). Tegen de huidige beurskoers van € 18,- wordt thans 21x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Brunel International betaald. Het dividendrendement bedraagt 8,3%.

Eind maart bezochten wij de Van Rees Group in Dongen, onderdeel van **Amsterdam Commodities** (handel in en verwerking van soft commodities), kortweg Acomo. Vorige maand rapporteerde Acomo 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. De solvabiliteit van de groep verbeterde van 45,1% naar 48,2%. Het dividend bleef gehandhaafd op € 1,00 per aandeel, exclusief € 0,10 jubileumdividend over 2014. Daarmee werd de pay-out ratio licht verhoogd van 71,6% naar 74,2%.

Theehandel Van Rees Group boekte in 2015 een omzet van € 128,6 miljoen (2014: € 135,7 miljoen) en een EBITDA van € 7,5 miljoen (2014: € 6,4 miljoen). Het nettoresultaat kwam uit op € 4,6 miljoen tegen € 3,7 miljoen in 2014, een stijging van 22%. Van Rees maakt sinds 2010 deel uit van Acom. Destijds werd de onderneming overgenomen van Deli Maatschappij, tegelijk met Red River Commodities. De historie van Van Rees gaat terug tot 1819. Sindsdien is Van Rees een marktleider op het gebied van de handel en verpakking in thee en anno 2016 de grootste onafhankelijke speler in dit marktgebied. Met circa 140 medewerkers bedient Van Rees klanten in meer dan 60 landen. Toonaangevende marktpartijen in de theemarkt, zoals de grootste producent Unilever (Lipton), Tetley – onderdeel van het Indiase Tata Global Beverages – wereldwijd de nummer twee en het Amerikaanse Starbucks, maken volop gebruik van de dienstverlening van Van Rees. De Groep handelt wereldwijd vooral in bulk thee en opereert actief op de belangrijke veilingen, zoals in India en Kenia (Mombasa), en neemt zowel long- als shortposities in. Met een fijnmazig kantorennetwerk van 12 vestigingen is Van Rees de enige marktpartij die wereldwijd opereert. De rol van Van Rees in de distributieketen is een unieke. De Groep fungeert niet als exploitant van theeplantages en mengt zich evenmin in de eindmarkt van theeverkoop aan het retailkanaal door middel van een merkenstrategie. De kerncompetenties van Van Rees betreffen (a) het afdekken van risico's via het afsluiten van lange termijn future contracten (b) het (ver)kopen van partijen thee op theeveilingen (c) de financiering van de distributieketen (d) het functioneren als voorraadhouder voor zowel grote theeraanbieders als *spot clients* en (e) het zich profileren als de marktleider op het gebied van marktinformatie, advies, kennis en trainingsmogelijkheden. Mede hierdoor is de Groep in staat overschotten en tekorten in bepaalde theesoorten, indien nodig, tijdig te matchen. De strategie en de vooruitzichten van de Van Rees Group laten zich in zes kernpunten samenvatten.

- 1) Met de financiële slagkracht en connecties van Acom is Van Rees in staat de komende jaren een verdere gezonde groei van omzet en resultaat te genereren;
- 2) De sterkste bijdrage aan deze groei met het laagste risico zal worden gehaald bij de grote spelers in de internationale markt van theeverpakkers (Unilever, Tetley, Nestlé);
- 3) Acquisities zullen uitsluitend worden gedaan in de meest interessante sectoren van de theemarkt. In februari meldde Van Rees in dit kader de overname van de activiteiten van Container Tea and Commodities in Coonoor, India. De nieuwe loot aan de stam werd herdoopt in: Container Tea Van Rees Trading Pvt Ltd. en betreft de marketing en verkoop van een consortium van theeproducenten uit de regio die een eenduidige hoge kwaliteit thee kunnen leveren, inclusief bepaalde premium theesoorten. De intentie bestaat om de bestaande productie en verkoop van 10.000 ton de komende jaren geleidelijk te verdubbelen;
- 4) Van Rees tracht zich in de strijd met concurrentie vooral te onderscheiden door de risico's beter te managen. Het afgelopen boekjaar was dit reeds zichtbaar in de cijfers. Bij een 5% lagere omzet werd een 19% hogere EBITDA gerealiseerd. Een strenger acceptatiebeleid en een betere aansturing vanuit een vernieuwd ERP-systeem lagen aan de basis van deze verbetering. Voor 2016 wordt een terugkeer naar het omzetniveau van 2014 nagestreefd met behoud of verbetering van de marges van 2015;
- 5) Corporate Social Responsibility (CSR) wordt steeds belangrijker. Gecertificeerde thee, in 2015 goed voor 50% van de omzet, zal binnen twee à drie jaar doorgroeien naar 70-80% van de omzet;
- 6) Het management van Van Rees stelt zich ten doel de continuïteit van de kernwaarden van de onderneming te borgen met een groep van goed getrainde, ervaren en dynamische jonge handelaren en managers.

Samenvattend beoogt Van Rees Group te allen tijde een constant aanbod van thee aan haar afnemers te kunnen garanderen, gebruik makend van een pro-actief handelsbeleid, waarbij klimaatsinvloeden, politieke risico's en andersoortige risico's die tot tekorten zouden kunnen leiden, bijtijds worden ondervangen. Voorop staat steeds: *Reliability of Contracts*.

Tegen de huidige beurskoers van € 23,40 worden de aandelen Acomo verhandeld op 17,3x de gerealiseerde winst 2015 en komt het dividendrendement op een solide 4,3%. 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 positieve trend bij de overige dochterondernemingen. Wij blijven Acomobeschouwen als een van de *core holdings* van de portefeuille.

Wetenschappelijke uitgeverij **Koninklijke Brill** rapporteerde de jaarcijfers 2015. De omzet kwam uit op € 30,8 miljoen, een stijging van 2,4% ten opzichte van 2014 (€ 29,6 miljoen), terwijl de EBITDA 3,1% toenam van € 3,7 miljoen naar € 3,8 miljoen. Binnen de omzetgroei was er een 6% stijging van digitale producten, een 1,7% daling in de omzet van (gedrukte) boeken en een 11% toename in de wederkerende omzet, onder meer door een stijging in abonnementenomzet. De geografische spreiding van de omzet toonde een bescheiden groei in Europa (+2%), waartegenover een wat sterkere groei in de Verenigde Staten (+5%) en de Rest van de wereld (+7%) stond. Het management toonde zich tevreden met de lancering van enkele nieuwe titels, zoals Brill's Dictionary of Ancient Greek en The Student's Dictionary of Classical and Medieval Chinese. De verkoop van belangrijke referentiewerken, zowel in boekvorm als online, steeg eveneens. De onderliggende tijdschriftenomzet steeg in 2015 met 5%; Brill exploiteert thans 265 titels (2014: 235). Het management is niettemin ontevreden over de winstgevendheid van de onderneming. Na een teleurstellend 2014, toen de traditionele piek in verkopen aan het einde van het jaar uitbleef, was er vorig jaar weliswaar enig omzetherstel, maar nog niet voldoende om tot een goed winstgevend exploitatie te komen. Teneinde omzet- en winstontwikkeling structureel te versterken is vorig jaar het volgende programma gestart:

- Herstructurering en optimalisering van de uitbestede fulfillment en distributie. In de Verenigde Staten is in dit kader een Printing-on-demand faciliteit in gebruik genomen per 1 januari jl.;
- Beter gestructureerde uitgeefprogramma's;
- Investing in een verbeterde content management capaciteit teneinde de redactionele efficiency en de productontwikkeling een kwaliteitsinjectie te geven;
- Een aanpassing van de prijs- en transactiemodellen om tot een duurzame omzet- en margegroei te komen;
- Het terugdringen van de overige operationele kosten;
- Het verhogen van de ratio 'verkopen per medewerker'.

Reeds in de tweede helft van 2015 liet dit programma de eerste resultaten van verbetering zien en werd de omzetzijding tot staan gebracht. Het management is gematigd positief ten aanzien van de vooruitzichten voor het lopende boekjaar, maar onthoudt zich (traditioneel) van een concrete prognose voor 2016. Het feit dat wordt voorgesteld de gehele winst per aandeel 2015 van € 1,24 als contant dividend uit te keren (2014: € 1,15 per aandeel), mag als een positief signaal worden opgevat. Brill verraste ook op een ander punt: de cijfers over boekjaar 2014 werden met terugwerkende kracht neerwaarts aangepast. Een afwijkende waardering van een leasecontract, alsmede een gecorrigeerde verwerking van de gehanteerde politiek inzake hedge accounting zorgde voor een eenmalige nadelig omzeteffect van € 147k en een negatief effect op de winst voor belasting van € 395k. Eind april zal Brill op de jaarlijkse pers- en analistenbijeenkomst nader ingaan op de strategie en vooruitzichten van de onderneming. In ons volgende maandbericht zullen wij hierover berichten. Vooralsnog hanteren wij een licht hogere taxatie van de winst per aandeel 2016 van € 1,35 mede vanwege een gunstiger euro/dollar hedge van 1,15 in 2016 versus 1,33 in 2015. Tegen de huidige beurskoers van € 25,- wordt 18,5x de getaxeerde winst voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en komt het dividendrendement 2015 uit op 5,0%.

In het boekjaar 2015/16, eindigend 31 maart 2016, heeft een aantal ontwikkelingen de omzet van cocktail- en jeneverproducent **Lucas Bols** negatief beïnvloed. De belangrijke stappen die Lucas Bols neemt om haar distributieplatform te optimaliseren en de langere termijn performance van de merken te verbeteren hebben op de korte termijn een drukkend effect op de omzet en het resultaat. Daarnaast ondervond Lucas Bols, zoals reeds gemeld in het halfjaarbericht, afgelopen boekjaar hinder van een eenmalige voorraadafbouw in Australië en Zuidoost-Azië. In het tweede halfjaar voegde zich hier de Verenigde Staten bij. Deze voorraadreductie was het gevolg van een fusie tussen twee belangrijke distributeurs en de toegenomen efficiency in de supply chain van Lucas Bols. Tenslotte waren de algemene economische onzekerheid en de toegenomen wisselkoersfluctuaties van invloed op de wereldwijde markten, inclusief de *travel retail* sector. Als gevolg van het bovenstaande zal de omzet van Lucas Bols over het jaar 2015/16 naar verwachting 4-6% lager uitkomen dan over 2014/15 (€ 77,7 miljoen). Aangezien de investeringen in de

wereldwijde merken op niveau zijn gehouden, en gegeven de operationele leverage, zal het bedrijfsresultaat over het jaar 2015/16 naar verwachting lager uitkomen dan het bedrijfsresultaat (exclusief kosten van de beursgang) in het jaar 2014/15 (€ 22,1 miljoen). Exclusief wisselkoerseffecten en de eenmalige voorraadafbouw (met een effect van ongeveer € 2 miljoen), zal het bedrijfsresultaat naar verwachting circa 8-9% lager uitkomen. Aangezien de financiële lasten significant zijn gedaald sinds de beursgang, zal de nettowinst naar verwachting toenemen van € 3,8 miljoen in 2014/15 (exclusief kosten beursgang) tot € 11 – 12 miljoen in 2015/16. De definitieve jaarcijfers 2015/16 worden op 9 juni a.s. gepubliceerd. Ofschoon deze cijfers duidelijk als teleurstellend kunnen worden aangemerkt – de beurskoers daalde na publicatie van het bericht ruim 10% – stelt het management dat de onderliggende performance in haar afzetmarkten gezond is en in lijn met de verwachtingen. Om de middellange termijn groei te ondersteunen heeft Lucas Bols besloten de investeringen in de uitbreiding van haar commerciële organisatie en de in A&P (Advertising & Promotion) te verhogen. De wereldwijde commerciële organisatie wordt verder versterkt, waaronder de uitbreiding van de sales force van Lucas Bols USA. Daarnaast zullen de A&P-uitgaven in de belangrijke markten worden verhoogd om zo verder te investeren in de groei van de wereldwijde merken. Deze investeringen vertegenwoordigen een additionele investering van in totaal € 2 tot 3 miljoen op jaarbasis, waarmee de middellange termijn groei-doelstelling voor de wereldwijde merken van gemiddeld 3-4% per jaar wordt ondersteund. Uitgaande van een winst per aandeel van € 0,92 over het boekjaar 2015/16 zal, bij hantering van een 50% pay-out ratio, het slotdividend over het afgelopen boekjaar naar verwachting € 0,15 per aandeel bedragen. In november 2015 werd reeds een interim dividend van € 0,31 per aandeel betaald. Voor boekjaar 2016/17 gaan wij vooralsnog uit van een bescheiden winstherstel naar € 0,95 per aandeel, omdat nadelige invloeden vanuit voorraadafbouw vermoedelijk minder zwaar zullen wegen. Ook in het lopende boekjaar zullen de extra A&P kosten om het merk Bols structureel sterker in de markt te zetten, voor de baat uitgaan. Tegen de huidige beurskoers van € 17,65 wordt thans 18,6x de getaxeerde winst 2016/17 voor de aandelen Lucas Bols betaald en komt het dividendrendement 2015 uit op 2,6%.

Samenstelling portefeuille

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

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

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

In een externe omgeving van bescheiden economische groeiperspectieven en record lage rentetarieven blijkt de propositie van 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 14,0 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 6 april 2016