

MAANDBERICHT OVER MAART 2017

Inleiding

De maand maart bracht beurskoersstijgingen over een breed front. De AEX-Index steeg 4,4% naar 516,54, de Amsterdam Midkap Index klom 2,7% naar 743,08 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 4,4% toe op 914,91.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in maart met 2,9% van € 48,77 naar € 50,18. Over de eerste drie maanden van het jaar werd een beleggingsresultaat na kosten behaald van +12,7%.

Het fondsvermogen per 3 april 2017 bedroeg € 95,7 miljoen, waarvan een bedrag van € 91,5 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 4,4% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 april 2017 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 50,43
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 50,18
Fondsvermogen	€ 95.739.032
Aantal uitstaande aandelen	1.907.771

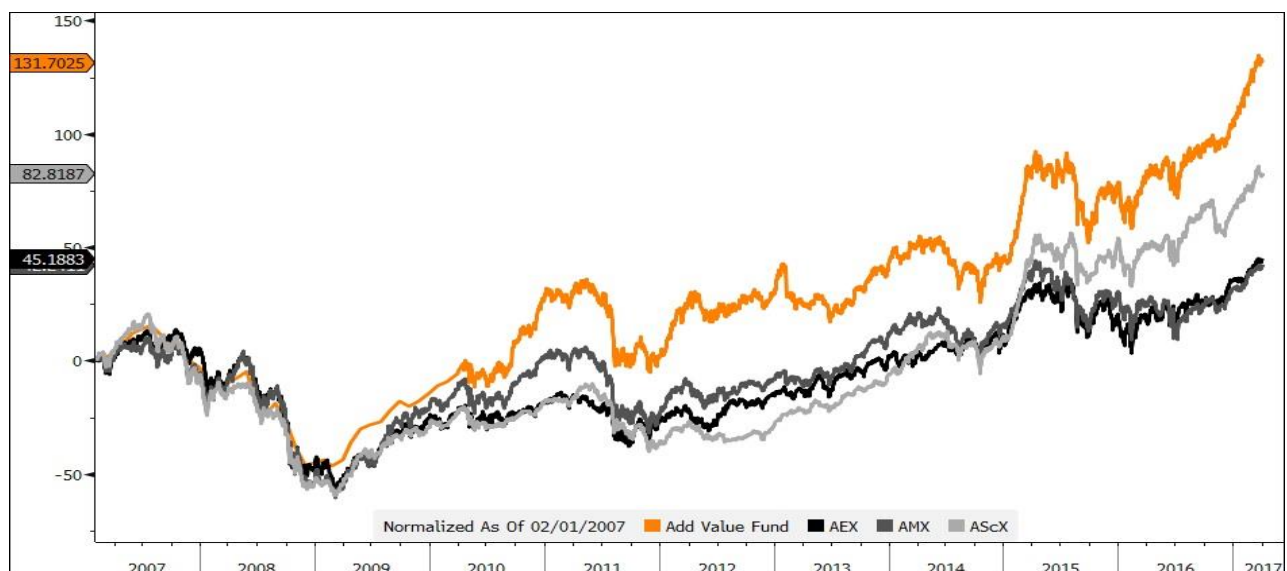
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+12,74	+131,70
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+7,42	+45,19
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+8,34	+42,24
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+10,24	+82,82

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/3/2017

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/3/2017)

Peildatum: 31/3/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Hunter Douglas	+65,8	+27,9	+17,9	+0,3
2.	Neways Electronics Int.	+59,4	+31,0	+22,0	+8,3
3.	BE Semiconductor Ind.	+58,7	+25,8	+20,8	+6,0
4.	Kendrion	+38,3	+10,2	+12,0	+9,3
5.	Accell Group	+37,1	+13,3	+17,1	+16,9
6.	ASM International	+33,7	+44,5	+23,4	+9,7
7.	Koninklijke Brill	+24,8	+23,5	+13,6	+10,9
8.	Nedap	+19,8	+29,8	+16,6	+4,1
9.	Aalberts Industries	+14,8	+15,3	+13,6	+7,5
10.	TKH Group	+6,9	+15,6	+7,0	+4,5
11.	Acomo	-0,8	+6,1	+12,4	+4,9
12.	Lucas Bols	-4,4	+7,5	-0,8	-2,2
13.	Koninklijke Vopak	-6,6	-12,5	-8,9	+2,4
14.	Brunel International	-17,6	-2,1	-0,9	+1,5
15.	Flow Traders	-27,6	+9,1	-9,8	-9,6
16.	Sif Group	-,	+44,4	+32,0	-10,0

- 1) In maart realiseerden 13 van de 16 participaties (= 81%) 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 presteerden **Accell Group** en **Koninklijke Brill** bovengemiddeld in de portefeuille. Fietsenproducent Accell ontvouwde een nieuw strategisch plan met ambitieuze doelstellingen voor de middellange termijn. Uitgever Koninklijke Brill rapporteerde jaarcijfers 2016 die door beleggers warm werden ontvangen;
- 3) **Flow Traders** en **Sif Group** waren *underperformers* in maart. Een herplaatsing van een groot pakket aandelen zorgde voor koersdruk bij Flow Traders, terwijl de beurskoers van Sif Group als gevolg van winstnemingen terrein verloor na twee maanden van zeer sterke koersappreciatie.

Mutaties in de portefeuille

In maart hebben wij de belangen in **ASM International** en **Flow Traders** uitgebreid. Daarentegen namen wij winst op de participatie in **Sif Group**.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas, wereldmarktleider op het gebied van raambekleding en een toonaangevend producent en distributeur van architectonische producten, rapporteerde cijfers over Q4 2016 die licht achterbleven bij onze prognose. De voornaamste oorzaak hiervan bleek een lagere omzetbijdrage van het in juni 2016 overgenomen Levolor & Kirsch (L&K), de nummer 3 aanbieder op de Amerikaanse markt voor raambekleding met het accent op verkoop via grote DIY- en Homecenters. Waar ten tijde van de acquisitie een omzet van ruim \$ 300 miljoen op jaarbasis werd voorzien, bleef de teller in 2016 uiteindelijk steken op \$ 262 miljoen. Een van de grotere afnemers van L&K besloot in de tweede helft van vorig jaar tot een drastisch programma van voorraadverlaging, waardoor de bestellingen bij L&K duidelijk stagneerden. Daarentegen werd de nettowinst over 2016 eenmalig geflatteerd door een belastingbate van \$ 65,5 miljoen die voortkwam uit de overdracht van merkrechten. Over Q4 2016 werd een omzetstijging van 18,4% gerapporteerd van \$ 641,2 miljoen naar \$ 759,0 miljoen, terwijl de winst voor belastingen en buitengewone resultaten met slechts 2% toenam van \$ 80,9 miljoen naar \$ 82,5 miljoen. Europa haalde hogere marges, terwijl die in Noord-Amerika daalden als gevolg van de toevoeging van de lager renderende activiteiten van L&K. Bovendien verdient het

vermelding dat Q4 2015 voor Hunter Douglas een sterk operationeel kwartaal was, zodat de vergelijkingsbasis relatief ongunstig was. Over geheel 2016 boekte Hunter Douglas een 10,5% hogere omzet van \$ 2.820,6 miljoen (2015: \$ 2.552,1 miljoen) met een netto resultaat van \$ 202,8 miljoen (2015: \$ 156,1 miljoen), exclusief eerdergenoemde belastingbaten. Het resultaat over 2016 werd voor een bedrag van \$ 16,4 miljoen (2015: \$ 13,9 miljoen) gedrukt door eenmalige uitgaven voor herstructurering, met name voor de integratie van L&K. De winst per aandeel kwam uit op € 5,29 tegen € 4,04 over 2015 (+31%). Het voorgestelde dividend per aandeel werd met € 0,25 verhoogd naar € 1,75. Het management van Hunter Douglas betoonde zich tevreden met de behaalde resultaten. Met name de progressie in de belangrijkste Europese markten (Benelux, Scandinavië, het UK en Duitsland) sprak tot de verbeelding. Het resultaat in 'Europa' werd wel gedrukt door lagere verkopen in de projectgedreven markt van het Midden Oosten dat organisatorisch onder Europa ressorteert. Naar verwachting gaat het hier om een uitstel van orders, zodat in H1 2017 een inhaaleffect mag worden verwacht. De acquisitie van L&K zal de capex van Hunter Douglas tenminste de komende twee jaar hoger doen uitkomen. De vorige eigenaar van L&K heeft volgens het HD-management te weinig in de onderneming geïnvesteerd, zodat inhaalinvesteringen opportuun zijn.

In 2017 bedraagt de capex naar verwachting \$ 100 miljoen bij afschrijvingen ten bedrage van \$ 80 miljoen (2016: \$ 84 miljoen, respectievelijk \$ 71 miljoen). Hunter Douglas staat goed gepositioneerd om in 2017 recordresultaten te kunnen boeken. Wij voorzien een omzet die voor het eerst boven \$ 3 miljard moet kunnen uitkomen, omdat de bijdrage van L&K het volle jaar betreft tegen zes maanden in 2016.

Vooralsnog hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel 2017 van circa € 7,00, een stijging van 32% ten opzichte van 2016. Tegen de huidige beurskoers van € 63,50 wordt aldus slechts 9,1x de verwachte winst 2017 voor de aandelen Hunter Douglas betaald en komt het dividendrendement op 3,6% uitgaande van een onveranderde pay-out ratio van 33%. Ondanks het feit dat de beurskoers van Hunter Douglas de afgelopen twaalf maanden ruim 65% is gestegen, menen wij dat de waardering van het aandeel nog altijd veel te laag is. Een genormaliseerde koers/winst verhouding van 15x zou tot een doelkoers van € 105,- leiden, waarmee het opwaarts koerspotentieel op ruim 65% kan worden berekend.

ASM International, machineproducent voor de halfgeleiderindustrie, rapporteerde sterke cijfers over het vierde kwartaal 2016 en meldde een beter dan verwachte instroom van nieuwe orders. De omzet kwam uit op € 172,6 miljoen, een stijging van 19,7% ten opzichte van Q3 2016 (€ 144,2 miljoen) en van 19,3% in vergelijking met Q4 2015 (€ 144,7 miljoen). De brutomarge verbeterde tot 44,9% (Q3 2016: 44,2%; Q4 2015: 44,8%). Het bedrijfsresultaat bedroeg € 29,9 miljoen, een duidelijke stijging in vergelijking met Q3 2016 (€ 16,8 miljoen) en met Q4 2015 (€ 4,0 miljoen). De bijdrage van de 39%-deelneming in ASM PT was in Q4 2016 met € 18,4 miljoen weliswaar lager dan in Q3 2016 (€ 26,7 miljoen), maar ruim hoger dan in het vergelijkbare Q4 2015 (€ 1,6 miljoen). De nettowinst kwam uit op € 68,5 miljoen tegen € 39,8 miljoen in Q3 2016 en € 17,9 miljoen in Q4 2015.

CEO Chuck del Padro stelde in een commentaar bij de cijfers dat het investeringsklimaat in de machinemarkt voor halfgeleiderproductie in het laatste kwartaal van 2016 merkbaar verbeterde, hetgeen ook resulteerde in een hoger dan verwachte orderingang. Deze bedroeg eind vorig jaar € 176,9 miljoen, een toename van 44,3% in vergelijking met Q3 2016 (€ 122,6 miljoen) en van 30,6% ten opzichte van Q4 2015 (€ 135,4 miljoen). Over geheel 2016 bedroeg de omzet € 597,9 miljoen, een daling van 10,7% ten opzichte van 2015 (€ 669,6 miljoen), terwijl het bedrijfsresultaat 29% lager uitkwam op € 82,2 miljoen (2015: € 111,1 miljoen). Het resultaat deelnemingen verbeterde van € 43,3 miljoen naar € 67,7 miljoen. Het netto resultaat daalde per saldo met 22% van € 157,3 miljoen naar € 135,5 miljoen. De genormaliseerde winst per aandeel kwam uit op € 2,65 (2015: € 2,93). Het voorgestelde dividend bleef onveranderd op € 0,70 per aandeel. Het omzet- en winstherstel van Q4 2016 leidde tot een hogere kaspositie per ultimo 2016 van € 446,9 miljoen (eind 2015: € 378,2 miljoen). Gezien deze comfortabele positie kondigde het management een verhoging van het aandeleninkoopprogramma aan van € 50 miljoen naar € 100 miljoen. Per 2 maart jl. was ruim 26% van dit inkoopprogramma uitgevoerd. ASMI voorziet voor 2017 een duidelijk herstel in de single wafer ALD markt nadat deze markt vorig jaar een *double digit* teruggang doormaakte. Het management mikt op een omzet van € 135 – 145 miljoen in Q1 2017 (Q1 2016: € 142,4 miljoen) en van € 160 – 200 miljoen in Q2 2017 (Q2 2016: € 138,7 miljoen), waarbij gelijke valutakoersen worden verondersteld. Daarbij voorspelt ASMI een onveranderd solide orderingang van € 170 – 190 miljoen in Q1 2017 (Q1 2016: € 163,8 miljoen).

Wij taxeren voor het lopende jaar een winst per aandeel van € 3,25, waarmee de aandelen ASM International tegen de huidige beurskoers van € 49,- op een multiple van 15,1x worden verhandeld. Het dividendrendement bedraagt thans 1,4%. De som-der-delen van ASMI kan bij een beurskoers van HK\$ 107,- in ASM PT, een netto kaspositie van € 378 miljoen en een genormaliseerde waarde van het kernbedrijf van ASMI van € 1,35 miljard, momenteel op € 3,8 miljard, ofwel € 64,- per aandeel worden berekend.

Technologiebedrijf **Nedap** heeft de internationale overeenkomst met Hennes & Mauritz (H&M), een van 's werelds grootste modebedrijven, verlengd voor de levering van intelligente artikelbeveiligingssysteem. Het meerjarencontract omvat de wereldwijde levering en installatie van de !Sense-hardware en beveiligingstags van Nedap voor nieuwe en gerenoveerde winkels. De !Sense-oplossing levert uitstekende prestaties op het gebied van detectie, is geschikt voor IP-integraties met andere apparaten en biedt direct inzicht via ingebouwde dashboards. De gekozen hardware biedt ook een toekomstbestendig RFID-upgradetraject, waardoor het in de toekomst eenvoudig en tegen minimale kosten mogelijk is om over te stappen op RFID-technologie.

Voor 2017 handhaven wij onze Nedap-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 € 39,90 wordt 17x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Nedap betaald en komt het dividendrendement op 4,4%.

De omzet- en resultatengroei herstelden zich in Q4 2016 bij technologiebedrijf **TKH Group**. De omzet nam met 5,1% toe tot € 362,3 miljoen (Q4 2015: € 344,7 miljoen), terwijl de EBITA met 16% steeg van € 39,9 miljoen naar € 46,2 miljoen. Met name in Industrial Solutions was er een herstel van het activiteitsniveau na enkele kwartalen van lichte teruggang. Bij VMI (bandenbouwmachines) konden de hogere productievolumes op efficiënte wijze worden uitgeleverd, nadat de productiecapaciteit in voorgaande kwartalen was opgeschaald. Daarmee lijkt het laagste punt in de cyclus van bandenbouwmachines in Q3 2016 te zijn gepasseerd. Ondanks dat de orderbereidheid in de belangrijke Chinese afzetmarkt nog te wensen overlaat, namen de opdrachten van de Top-5 bandenbouwers (Michelin, Pirelli, Continental, Goodyear en Bridgestone) in Q4 2016 in omvang toe.

Het segment Building Solutions boekte goede progressie in de voorbereiding van groei in een aantal verticale groeimarkten die de komende kwartalen gestalte moet krijgen. Zo zal in Q2 2017 de productie van een grote order voor subsea-kabels op gang gaan komen. In het segment Machine Vision meldde TKH het succes van een doorbraak van onderscheidende 3D-technologie aan producenten van smartphones in Q4 2016. Over geheel 2016 boekte TKH Group een daling van de omzet van 2,5% van € 1.375,2 miljoen naar € 1.341 miljoen, waarvan 0,8%-punt een autonoom karakter had. De EBITA kwam op jaarbasis 3,3% lager uit op € 146,5 miljoen (2015: € 151,5 miljoen) als gevolg van lagere productievolumes in het segment Industrial Solutions in de eerste drie kwartalen van het jaar. Omdat de Groep in 2016 onverminderd vaart zette achter R&D- en investeringsuitgaven, kwam de nettowinst uiteindelijk 5,6% lager uit op € 94,4 miljoen (2015: € 99,9 miljoen). Deze uitkomst lag niettemin boven de eerder gecommuniceerde bandbreedte van € 88 – 93 miljoen vanwege het herstel in omzet en winst in Q4 2016.

Return on sales van 10,9% (2015: 11,0%) en Return on Capital Employed (ROCE) van 20,1% (2015: 22,1%) bleven vorig jaar op een goed niveau. Het voorgestelde dividend per aandeel bleef gelijk op € 1,10 per aandeel, waardoor de pay-out ratio fractioneel steeg.

Het management betoont zich gematigd optimistisch ten aanzien van de vooruitzichten voor 2017. Ofschoon de algemene tendens beslist als positief wordt beoordeeld, zijn er op het gebied van de geopolitiek, de terughoudende vraag in China en de malaise in de olie & gasector toch de nodige onzekerheden. Niettemin volhardt TKH in aanhoudend hoge investeringen om voorbereid te zijn op een verder aantrekkende groei. Daarbij wordt vastgehouden aan de eerder geformuleerde doelstelling om de komende drie tot vijf jaar de omzet in de zeven gedefinieerde verticale groeimarkten met € 300 - 500 miljoen te laten groeien. Traditioneel geeft het management in maart nog geen concrete prognose voor de omzet en winst in het lopende boekjaar – deze wordt eerst bij de publicatie van de halfjaarcijfers gegeven – maar wel is er voldoende vertrouwen dat 2017 weer een jaar van groei zal worden. De gestegen orderportefeuille in Industrial Solutions vormt alvast een stevige basis. Overigens herhaalde het management dat omzet en winstgroei vanaf 2018 duidelijk gaat versnellen, wanneer de meerderheid van de gedefinieerde verticale

groeimarkten de oogstfase heeft bereikt. Voor 2017 hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel van € 2,55, dat is een stijging van ruim 13% in vergelijking met 2016 toen € 2,25 werd verdiend. Het dividend per aandeel zou in dit scenario met € 0,15 kunnen worden verhoogd naar € 1,25. Tegen de huidige beurskoers van € 40,25 worden de aandelen TKH Group daarmee verhandeld op 15,8x de getaxeerde winst 2017 en komt het dividendrendement op 3,1%.

Amsterdam Commodities (Acomo), een internationale groep ondernemingen die zich primair bezighoudt met de handel in en distributie van natuurlijke voedingsgrondstoffen en -ingrediënten, meldde dat zij met de aandeelhouders van Delinuts B.V. een principeovereenkomst heeft bereikt om 100% van de aandelen in het Nederlandse familiebedrijf over te nemen. Delinuts, gevestigd in Ede, is met een omzet van circa € 70 miljoen over 2016 een van de grotere notenhandelaren in Nederland. Het bedrijf is actief in de import en distributie van noten en zuidvruchten. Delinuts voert een breed assortiment dat aan de groot- en detailhandel, de voedingsindustrie en het out-of-home kanaal wordt geleverd. De nieuwe Acomo-dochter is een goede toevoeging aan de bestaande activiteiten van de groepsondernemingen in noten en gedroogde vruchten, Catz International, Tovano en King Nuts & Raaphorst.

Acomo betaalt de koopprijs in contanten en daarnaast voor een deel, zijnde € 7,9 miljoen, in aandelen Acomo. De voorgenomen overname is inmiddels gemeld bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en zal ter goedkeuring worden voorgelegd aan de relevante mededingingsautoriteiten.

Blijkens gegevens van de Kamer van Koophandel boekte Delinuts over 2015 op een omzet van circa € 71 miljoen een nettowinst van € 1,25 miljoen (2014: € 1,45 miljoen), hetgeen een nettowinstmarge van slechts 1,8% impliceert. Ter vergelijking: Acomo boekte vorig jaar op een omzet van € 682 miljoen een nettowinst van € 34 miljoen met een nettowinstmarge van 5,0%. Volgens het management zijn er echter ruim voldoende synergievoordelen te behalen die de overname van Delinuts tegen de geïndiceerde koopprijs alleszins rechtvaardigen.

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 € 23,70 wordt thans 14,8x de getaxeerde winst 2017 voor Acomo betaald. Het dividendrendement bedraagt 5,3% bij een veronderstelde pay-out ratio van 78%.

Funderingsspecialist **Sif Group** boekte een onveranderde contributiebijdrage (= omzet minus materiaalkosten, kosten uitbesteed werk en overige externe project gerelateerde kosten) van € 30,9 miljoen in het vierde kwartaal van 2016. Over geheel 2016 werd een contributiebijdrage van € 129,5 miljoen (2015: € 100,5 miljoen) gerealiseerd, een stijging van 28,9%. De opstart(kosten) van de nieuwe productiefaciliteit op Maasvlakte 2 hadden een negatief effect op de bijdrage in Q4 2016, maar kwamen niet als een verrassing. Het genormaliseerde EBITDA-resultaat over 2016 bedroeg € 65,4 miljoen (2015: € 57,8 miljoen), een stijging van ruim 13%. De gerapporteerde EBITDA is genormaliseerd voor de eenmalige IPO-kosten van € 6,8 miljoen. Sif Group ging in mei 2016 naar de beurs. Overigens kan de gerapporteerde EBITDA per periode stevig fluctueren gezien het gelimiteerde aantal (grote) projecten in de orderportefeuille. In 2016 telde deze portefeuille 23 projecten in de offshore wind en olie- en gasector. De netto schuld steeg in het verslagjaar van circa € 27 miljoen naar € 42 miljoen, vooral door het investeringsprogramma van € 90 miljoen voor de bouw van de productiefaciliteit op Maasvlakte 2 en nieuwe kantoren op de thuisbasis in Roermond. Deze investeringen dragen ertoe bij dat de jaarlijkse productiecapaciteit toeneemt van 225 kiloton naar 300 kiloton (+33%) in de loop van dit jaar. Op 2 januari 2017, slechts 14 maanden nadat de eerste monopiles werden geproduceerd op de nieuwe locatie in Rotterdam, werd de productiefaciliteit op de Maasvlakte 2 in technische zin voltooid. Met nu twee geïnstalleerde productielijnen gaat de productiecapaciteit van Sif omhoog naar de genoemde 300 kiloton. Met het Havenbedrijf van Rotterdam is een leaseovereenkomst afgesloten die voorziet in een terrein van 42 hectare voor shore-front productie en opslagcapaciteit. In de tweede helft van 2017 zal de tweede productielijn van Maasvlakte 2 in bedrijf komen en is de ingebruikname van de volledige capaciteit alsdan een feit.

Per ultimo 2016 waren 620 medewerkers bij Sif Group werkzaam in vergelijking met 506 per eind 2015 (+23%). In 2016 bedroeg de bezettingsgraad van Sif bijna 85%: op een beschikbare productiecapaciteit van 225 kiloton werd 191 kiloton daadwerkelijk geproduceerd. Op basis van een geprojecteerde capaciteit van 300 kiloton per eind 2017 is het bestaande orderboek nu reeds gevuld met opdrachten ter grootte van 210 kiloton (= 70%). De prognoses voor de middellange termijn voor de Europese offshore windindustrie blijven volgens marktonderzoeker MAKE Consultants met

een gemiddelde samengestelde groei van 12% voor de periode 2015 - 2025 onverminderd gunstig. Echter, de toekenning van individuele (grote) projecten is onderhevig aan complexe politieke besluitvormingsprocessen, zodat van jaar tot jaar de fluctuaties in het verwerven van projecten aanzienlijk kunnen zijn. Dit wordt mede gereflecteerd in Sif's orderboek voor 2018 dat thans een productievolume van 98 kiloton laat zien. Al met al is het beleggingsperspectief van Sif Group onzes inziens onveranderd uiterst aantrekkelijk, omdat Sif gezien haar voortreffelijke infrastructuur en positionering bij uitstek zal kunnen profiteren van de voorziene groei in de offshore windindustrie. Niettemin houden wij ook rekening met voorkomende fluctuaties in omzet/resultaten/orderingang die daardoor ook relatief forse beurskoersuitslagen in het aandeel kunnen veroorzaken. Dit was zichtbaar in de verslagmaand: de beurskoers van Sif Group daalde per saldo met 10%, waarbij direct de aantekening dat diezelfde beurskoers in de eerste twee maanden van 2017 met bijna 47% was gestegen van € 15,48 naar € 22,70. Wij hebben van deze forse koersappreciatie benut om deels winst te nemen op onze participatie in Sif Group.

Tegen de huidige beurskoers van € 21,- wordt ruim 13x de getaxeerde winst per aandeel 2017 van € 1,60 (2016: € 1,47) voor de aandelen Sif Group betaald. Het dividendrendement van 1,8% – de pay-out ratio over 2016 werd met 25% vastgesteld aan de onderkant van de bandbreedte van 25 - 40% – is relatief bescheiden en verklaarde mede de negatieve koersreactie na publicatie van de jaarcijfers. Voor 2018 moet, gezien de aannemelijkheid van een tijdelijke teruggang van de bezettingsgraad door het niet tijdig verkrijgen van orders, rekening worden gehouden met een lager jaarresultaat. Echter, vanaf 2019 is het alleszins waarschijnlijk dat op of nabij de maximale capaciteit zal kunnen worden geproduceerd, met mogelijk recordresultaten als logisch vervolg.

Technologiebedrijf **Aalberts Industries** sloot een lange termijn contract af met chipmachineproducent ASML, een van de grotere *key accounts* van de groep. De achterliggende twaalf maanden hebben teams van beide ondernemingen hard gewerkt aan de voorbereiding van twee grote projecten om de bestaande business overeenkomst te intensiveren en uit te breiden. Deze projecten hebben betrekking op de door ASML ontwikkelde EUV-technologie, maar evenzeer op de bestaande XT/NXT machines die ASML levert. Beide projecten starten dit jaar en zullen naar verwachting substantieel bijdragen aan de omzet van het marktsegment Semicon & Science. Teneinde de relatie met (onder andere) ASML optimaal te onderhouden, investeert Aalberts Nano Technology de komende jaren een bedrag van circa € 7 miljoen in assemblage-, cleaning- en testapparatuur, clean room faciliteiten en overige machines.

Deze investeringen vinden plaats in de productielocaties in Nijmegen en 't Harde (Nederland) en in Raunheim (Duitsland). De project management- en engineeringcapaciteit zal eveneens worden versterkt op de bestaande locatie op de High Tech Campus in Eindhoven. Door het gecombineerde aanbod van innovatieve technologieën slaagt Aalberts Nano Technology erin een betere service aan te bieden aan haar Key Accounts en tegelijkertijd een intensiever partnership te realiseren.

Tegen de huidige beurskoers van € 35,00 wordt 16,7x 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% circa 1,8%.

Neways Electronics International, actief in de markt van Electronic Manufacturing Services (EMS) rapporteerde tevredenstellende cijfers over boekjaar 2016. De netto omzet steeg met 5,1% naar € 393,2 miljoen (2015: € 374,1 miljoen), voornamelijk dankzij de sectoren Automotive, Halfgeleider en Defensie. Het genormaliseerde bedrijfsresultaat verbeterde met ruim 26% van € 10,1 miljoen naar € 12,7 miljoen, waardoor de EBIT-marge een stijging liet zien van 2,7% naar 3,2%. Deze verbetering was het gevolg van een betere capaciteitsbezetting, een stringenter operationele controle en een positief effect van eerder uitgevoerde organisatorische aanpassingen. In de loop van het vierde kwartaal trok de activiteit van de EMS-markt aan, waardoor de orderportefeuille per ultimo 2016 ruim 14% hoger uitkwam op € 191,3 miljoen (eind 2015: € 167,6 miljoen). Het nettoresultaat kwam uit op € 9,7 miljoen (2015: € 3,2 miljoen), hoofdzakelijk als gevolg van omzetgroei en efficiencyverbeteringen en ondersteund door een eenmalige fiscale herwaardering van € 1,2 miljoen door activering van compensabele verliezen in Duitsland.

CEO Huub van der Vrande benoemde de positieve ontwikkelingen als een weerspiegeling van de strategische vernieuwing bij Neways en de eerste concrete resultaten van de operationele verbeteringsinitiatieven in het kader van het 'Up to the next level' programma. Neways gaat dit jaar verder op de ingeslagen weg door de customer intimacy, het

technologische leiderschap en de operationele efficiency te verbeteren. Dit alles wordt gedaan met als doel Neways te positioneren als de logische technologiepartner over de complete productlevenscyclus. Het management verwacht dat netto omzet en bedrijfsresultaat in 2017 hoger zullen uitkomen dan het afgelopen jaar vanwege enerzijds de geboekte strategische vooruitgang en anderzijds de stand van de huidige orderportefeuille. Wij hanteren voor dit jaar een winst per aandeel van circa € 1,00 (2016: € 0,85), een stijging van een kleine 18%, waarmee de aandelen Neways Electronics International tegen de huidige beurskoers van € 11,20 op 11,2x de verwachte winst worden gewaardeerd. Een voorgesteld dividend van € 0,34 per aandeel geeft een dividendrendement van 3,0%.

Wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill** publiceerde over 2016 hogere omzet- en winstcijfers in vergelijking met het voorgaande boekjaar. De omzet steeg, geheel autonoom, met 4,4% van € 30,8 miljoen naar € 32,2 miljoen, terwijl de EBITDA met 18,5% verbeterde van € 3,8 miljoen naar € 4,5 miljoen, ofwel een EBITDA-marge van 14,0% (2015: 12,3%). Hiermee is Brill op weg naar haar EBITDA-marge doelstelling van 15% tot 20%.

De digitale omzet steeg met 15%, waardoor digitale producten inmiddels 54% van de groepsomzet voor hun rekening nemen (2015: 49%). De wederkerende omzet nam met 5% toe, waardoor het wederkerende aandeel in de totale omzet stabiel bleef op 42%. Brill plukte in 2016 de vruchten van de gedane inspanningen ter verbetering van de financiële performance. Er werden structurele besparingen doorgevoerd, onder meer doordat er nieuwe distributieovereenkomsten werden afgesloten, hetgeen leidde tot lagere voorraadniveaus en dito debiteurenstanden. De verbetering werd daarnaast gedragen door de sterke groei in digitale producten en de voortgezette (wederkerende) groei van de tijdschriftenportefeuille. De acquisitie van het Duitse uitgeversbedrijf Schöningh & Fink per 1 januari jl. zal het komende jaar circa 10% aan de groepsomzet toevoegen en naar verwachting aan de winst per aandeel gaan bijdragen. De Return on Invested Capital (ROIC) steeg van 10,5% naar 12,9%. De winst per aandeel kwam uit op € 1,49 (2015: € 1,24) en het voorgestelde contant dividend werd vastgesteld op € 1,32 per aandeel (2015: € 1,24). De pay-out ratio daalde dientengevolge van 100% naar 88,6%.

Voor 2017 taxeren wij tentatief een winst per aandeel van € 1,65 (+11%), deels vanwege de te verwachten winstbijdrage van Schöningh & Fink. Tegen de huidige beurskoers van € 31,50 wordt daarmee 19,1x de verwachte winst voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en komt het dividendrendement op 4,2%.

Fietsenproducent **Accell Group** rapporteerde jaarcijfers 2016 die in lijn waren met de eerder afgegeven prognoses. De omzet passeerde de magische grens van € 1 miljard en steeg met 6,3% naar € 1,05 miljard (2015: € 986 miljoen), terwijl het bedrijfsresultaat exclusief incidentele baten en lasten met 5,4% toenam van € 62,5 miljoen naar € 65,9 miljoen. Het netto resultaat stabiliseerde op € 32,3 miljoen, mede door een sterk gestegen belastingdruk van 38,7% (2015: 33,5%). De gestegen omzet wordt gedragen door het steeds groter wordende aandeel van e-bikes en fietsen uit het hogere segment. Accell profiteert nadrukkelijk van haar leidende positie op het gebied van e-bikes die met een omzetgroei van 33% inmiddels goed is voor 41% van de totale omzet. De omzet van E-performance bikes steeg het afgelopen jaar zelfs met 70%. Duitsland is de grootste aanjager van de omzetgroei door de sterke ontwikkeling bij de merken Haibike en Ghost en verklaart deels de gestegen belastingdruk. De andere verklaring ligt bij het faillissement van twee multisportketens in Noord-Amerika en een verslechtering van de positie van het merk Raleigh bij de vakhandel in deze markt. Accell meldt echter wel een stijging van de omzet van e-bikes in Noord-Amerika en claimt in deze vooralsnog qua omvang beperkte markt het leiderschap met de merkenportfolio, waaronder Haibike. De winst werd vorig jaar voorts gedrukt door lagere marges op de verkopen van oudere fietscollecties en het niet doorberekenen van hogere valutakoersen om het prijsleiderschap in de e-bike markt vast te houden.

In 2015 werd de winst nog voor € 4 miljoen gedrukt door een fraudezaak in de vestiging in Taiwan. Niettemin was er een belangrijk lichtpunt in 2016. De meer centraal aangestuurde supply chain sorteerde het beoogde effect: het werkkapitaal daalde fors van 34,2% van de omzet naar 29,2%. Mede hierdoor werd een vrije kasstroom van € 61,3 miljoen gerealiseerd tegen een uitstroom van € 31,2 miljoen een jaar eerder. De Return on Capital Employed (ROCE) verbeterde zodoende van 11,0% tot 12,2%. De schuldratio (Net debt/EBITDA) daalde van 2,8 naar 2,1 eind 2016. Het segmentresultaat van Onderdelen & Accessoires steeg met 12% van € 15,6 miljoen naar € 17,5 miljoen bij een met 1,8% gedaalde omzet van € 262,6 miljoen (2015: € 267,4 miljoen). Gecorrigeerd voor de verkoop van de fietsonderdelen en –accessoires activiteiten in de Verenigde Staten was evenwel sprake van een groeiende omzet,

waarbij het omzetaandeel van het eigen merk XLC in Europa steeg ten opzichte van 2015. Voor 2017 verwacht Accell, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een toename van de omzet en van de operationele resultaten. Enigszins verrassend ontvouwde het management een nieuw strategisch plan. Verrassend, omdat CEO René Takens op de komende AvA zal terugtreden en een opvolger nog niet is benoemd. De aangescherpte strategie legt een duidelijke focus op (e-)mobiliteit en (e-)sport en recreatie met de fiets als product en dienst voor de bovenkant van de markt. De consument wordt nadrukkelijker centraal gesteld en producten en diensten zullen in toenemende mate en in samenwerking met de vakhandel omnichannel worden aangeboden. Op deze wijze wil Accell zo goed mogelijk inspelen op de aankoop- en gebruiksvoorkeuren van de individuele consument. De vernieuwde strategie bestaat uit de volgende bouwstenen:

- Winnend portfolio van merken. Accell zal verder invulling geven aan de multi-merken strategie en innovatie om de concurrentiepositie van haar merken in de belangrijkste landen en haar leidende positie in e-bikes verder te versterken.
- Uitbouw leidende positie in (e-)sport. Sportmerken zoals Haibike, Ghost, Lapierre en Diamondback bieden op internationale schaal veel potentie voor groei aan de bovenkant van de markt.
- Verhoging toegevoegde waarde onderdelen & accessoires. Accell zal de positie van het eigen onderdelenmerk XLC versterken en de synergiepotentie van haar Europese organisatie benutten door intensivering van de samenwerking door de Accell-bedrijven en integratie van activiteiten.
- Efficiëntere inrichting operationele processen. Veel verbeterpotentieel zit in de supply chain (inkoop, planning, productie) die wordt gericht om beter te kunnen inspelen op verschuivingen in de vraag van consumenten en sneller de gewenste producten te kunnen leveren. Op basis van schaalgrootte en een meer centrale aansturing zal Accell de wendbaarheid van de organisatie vergroten en structurele kostenbesparingen realiseren die de concurrentiepositie verder zal versterken.
- Ontwikkeling nieuwe verdienmodellen gericht op gebruik en service. Samen met commerciële partners en overheden wordt op verschillende fronten gewerkt aan nieuwe 'mobility-as-a-service' oplossingen.
- Toepassing van slimme technologie. De innovatiekracht van Accell wordt met name gericht op de e-bike, de connected fiets en de sportfiets. Accell zal nieuwe technologische toepassingen op het gebied van lichtere en meer duurzame materialen, compactere, krachtiger componenten en connectiviteit ontwikkelen.

Met de aanscherping van de strategie wil Accell het rendement op geïnvesteerd kapitaal verhogen. Hierop wordt gestuurd aan de hand van de volgende middellange termijn doelstellingen (5 jaar):

- Netto omzet naar € 1,5 miljard (2016: € 1,05 miljard)
- EBIT-marge naar een niveau van 8% (2016: 6,3%)
- Werkkapitaal van maximaal 25% van de netto omzet (2016: 29,2%)
- ROCE van meer dan 15% (2016: 12,2%)

Voor de uitrol van de aangescherpte strategie zullen de extra kosten in de komende twee tot drie jaar in totaal € 20 - 30 miljoen bedragen. Dit komt met name door extra investeringen in de supply chain, human resources, innovaties en ICT. Daarnaast zullen de commerciële en (online) marketinginspanningen toenemen, waarmee naar verwachting ook de marketingkosten zullen stijgen naar een niveau van 3 - 4% van de omzet (2016: 2,5%). De vernieuwde strategie heeft geen consequenties voor de financiële positie en slagkracht, die voldoende flexibiliteit bieden om de benodigde extra kosten te dragen. Met het oog op de implementatie van de groepsstrategie is de financiering verlengd en verruimd. Daarnaast kan extra geld worden vrijgemaakt door het terugbrengen van het werkkapitaalbeslag. Het ambitieuze strategische traject dat het Accell-management heeft uitgestippeld, kreeg een enthousiast onthaal van beleggers. De beurskoers van Accell Group steeg bij bovengemiddelde omzetten met ruim 7% naar ruim € 24,- per ultimo maart. Wij taxeren voor 2017 tentatief een winst per aandeel van € 1,60 (2016: € 1,26) waarmee de aandelen Accell Group thans op 15x de getaxeerde winst worden gewaardeerd. Onze winstprognose is alleszins haalbaar wanneer Accell in het lopende boekjaar niet langer wordt geconfronteerd met verliezen in Noord-Amerika en de belastingdruk naar een genormaliseerd niveau van circa 30% daalt. Bij een voorgesteld (keuze)dividend van € 0,72 per aandeel bedraagt het dividendrendement momenteel 3,0%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 3 april 2017 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	13,2%
ASM International	12,6%
Nedap	9,4%
TKH Group	8,6%
BE Semiconductor Industries	8,0%
Flow Traders	7,4%
Kendrion	6,3%
Acomo	5,2%
Sif Group	4,8%
Aalberts Industries	4,8%
Overige 6 participaties	15,3%
Liquiditeiten en overige	4,4%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het omzet- en winstmomentum ontwikkelt zich bij het merendeel van onze deelnemingen momenteel uiterst gunstig. Dit heeft tot gevolg dat de winsttaxaties van analisten en marktvolgers opwaarts worden bijgesteld. Zolang de inflatieontwikkeling geen reden tot zorgen baart en de rentetarieven op of rond de huidige historisch lage niveaus blijven tenderen, zorgt dit voor een gestage onderstroom van vraag naar aandelen in goed gepositioneerde bedrijven.

Add Value Fund investeert in eersteklas 'mini-multinationals' die behalve excellente vooruitzichten voor waardegroei tevens uitzicht biedt op een aantrekkelijk dividendrendement.

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 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 14,9 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 6 april 2017

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen