

## MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2016

### Inleiding

De maand november werd gekenmerkt door een gemengd koersbeeld. De AEX-Index steeg 1,3% naar 457,21, de Amsterdam Midkap Index daalde 0,5% naar 651,52 en de Amsterdam SmallCap Index viel 4,9% terug naar 783,50.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in november met 0,1% van € 42,53 naar € 42,58. Het totaal netto beleggingsresultaat over de eerste elf maanden van 2016 kwam daarmee op +10,0%.

Het fondsvermogen per 1 december 2016 bedraagt € 72,2 miljoen, waarvan een bedrag van € 72,0 miljoen is belegd in 16 Nederlandse ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 0,3% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 42,79
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 42,58
Fondsvermogen	€ 72.204.617
Aantal uitstaande aandelen	1.695.855

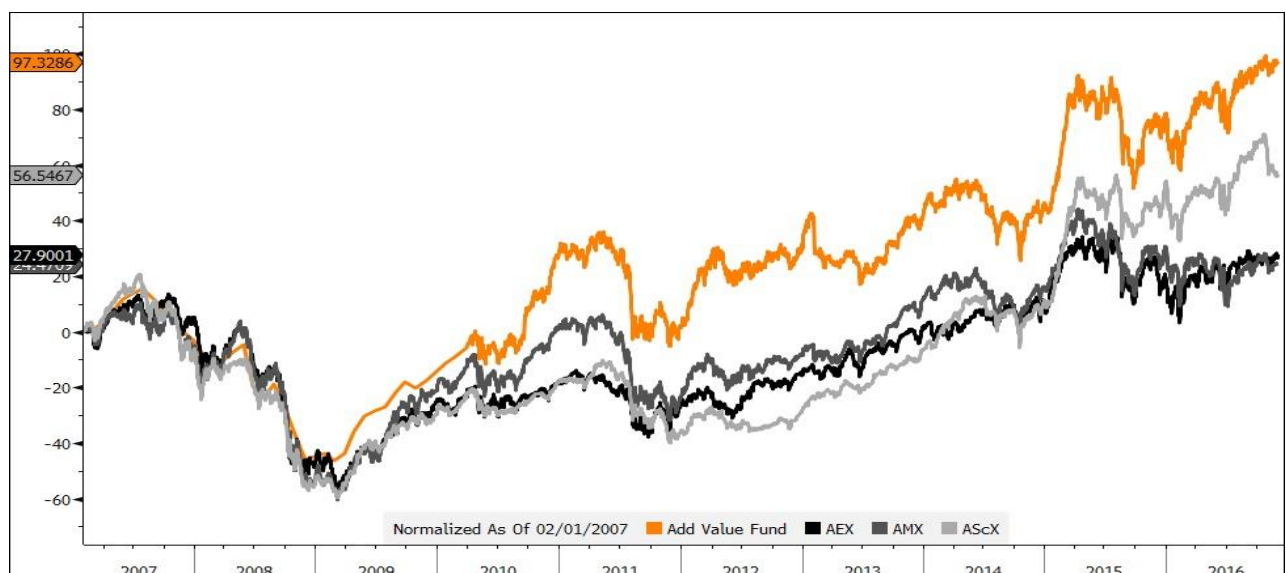
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	Cum.
<b>AVF</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-20,34</b>	<b>+27,80</b>	<b>+8,89</b>	<b>+1,99</b>	<b>+21,98</b>	<b>+10,02</b>	<b>+97,33</b>
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+7,50	+27,90
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-4,45	+24,47
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+1,48	+56,55

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 30/11/2016

### Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/11/2016)

Peildatum: 30/11/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+53,2	+23,5	+11,6	+5,5
2.	Hunter Douglas	+36,9	+19,9	+2,0	+8,7
3.	Kendrion	+15,8	+9,0	+4,9	+1,7
4.	Neways Electronics Int.	+15,2	+28,7	+5,6	-12,4
5.	Koninklijke Brill	+7,9	-1,5	-4,2	-4,1
6.	Koninklijke Vopak	+7,4	-5,8	-3,0	-4,1
7.	ASM International	+5,9	+10,5	+17,4	+3,1
8.	Nedap	+0,5	+5,9	+2,9	0,0
9.	Accell Group	-0,7	+6,3	-13,0	-12,0
10.	TKH Group	-0,9	+0,2	+2,1	-0,4
11.	Aalberts Industries	-8,0	-9,3	-4,3	-0,1
12.	Acomo	-13,9	-16,9	-18,2	-7,1
13.	Lucas Bols	-18,4	+1,9	+7,7	+6,4
14.	Brunel International	-19,9	-21,2	-12,4	-6,5
15.	Flow Traders	-30,0	-3,4	+12,8	+6,3
16.	Sif Group	-,	-7,3	+1,5	-6,5

- In november realiseerden 6 van de 16 participaties (= 38%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 8 van de 15 (exclusief Sif Group) participaties (= 53%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Hunter Douglas**, **Lucas Bols** en **Flow Traders** bovengemiddeld in de portefeuille. Hunter Douglas rapporteerde sterke derdekwaartaalcijfers en zal daarnaast gaan profiteren van de voorgestelde binnenlandse stimuleringsmaatregelen (belastingverlaging en infra investeringen) van de regering-Trump. Bij Lucas Bols meldde zich een nieuwe substantiële aandeelhouder die de koersdruk van de achterliggende periode een halt toeriep. De beurskoers van Flow Traders herstelde zich voor de derde maand in successie van de neerwaartse tendens in de eerste acht maanden van het jaar;
- **Accell Group** en **Acomo** waren de *underperformers* in november. Accell Group kwam met een tegenvallend derde kwartaalbericht. De beurskoers van Acomo daalde voor de derde achtereenvolgende maand sterk. Het lijkt erop dat één of meer grotere aandeelhouders gedurende deze periode hun positie hebben afgebouwd. Voorts liggen defensieve aandelen, sinds de overwinning van Donald Trump, wereldwijd onder druk.

Mutaties in de portefeuille

In november hebben wij het belang in **Acomo** op het sterk verlaagde koersniveau uitgebreid. Daarentegen hebben wij de posities in **Aalberts Industries** en **Kendrion** licht teruggebracht.

Bedrijfsnieuws

**Hunter Douglas**, wereldmarktleider in raambekleding en prominent aanbieder van architectonische producten zoals gevel- en plafondsysteem, rapporteerde solide cijfers over het derde kwartaal van 2016. De omzet steeg met 16,1% naar \$ 755,3 miljoen (Q3 2015: \$ 650,7 miljoen), waarbij de consolidatie van het begin juli overgenomen Levolor & Kirsch beeldbepalend was. De autonome volumestijging bedroeg namelijk +1,2%, waartegenover een negatieve valuta-omrekening van 1,3% stond. De EBITDA kwam 36,4% hoger uit op \$ 100,4 miljoen (Q3 2015: \$ 76,3 miljoen). De nettowinst bedroeg \$ 58,6 miljoen, een stijging van 90% in vergelijking met Q3 2015 (\$ 30,9 miljoen). In Noord-Amerika (50% van de groepsomzet) was sprake van een gezonde volumegroei van 4%. In Europa (35% van de groepsomzet) was er een nul-groei: tegen een lager volume in het Verenigd Koninkrijk, deels als gevolg van de brexit, stond een lichte volumegroei in de voor Hunter Douglas belangrijke Europese markten, de Benelux, Duitsland en Scandinavië. In Latijns

Amerika (6% van de groepsomzet) was er een volumekrimp van 5% als gevolg van de aanhoudende malaise in Brazilië, de belangrijkste individuele markt op dit continent. De gang van zaken in Chili, Colombia en Mexico was daarentegen positief. In Azië (6% van de groepsomzet) realiseerde Hunter Douglas, net als in Europa, een nul-groei qua volume na een sterke groei in Q2 2016. Het feit dat ongeveer tweederde van de regio-omzet betrekking heeft op projecten zorgt in Azië voor een grillig omzetpatroon. Naar verwachting zal Q4 2016 wederom een behoorlijke omzettoename laten zien, omdat dan enkele projecten zullen worden uitgeleverd. Over de eerste negen maanden van 2016 heeft Hunter Douglas een omzet gerealiseerd van \$ 2.061,6 miljoen, een stijging van 7,9% ten opzichte van de vergelijkbare periode een jaar eerder (2015: \$ 1.910,8 miljoen). Van deze omzetgroei was 6,8%-punt het gevolg van acquisities. De EBITDA was 17,6% hoger op \$ 254,4 miljoen (2015: \$ 216,4 miljoen), terwijl de nettowinst 31,4% toenam tot \$ 142,3 miljoen (2015: \$ 108,3 miljoen). Voor geheel 2016 handhaven wij onze taxatie van een winst per aandeel van € 4,50. Naar verwachting zal over Q4 2016 een niet nader te kwantificeren reorganisatievoorziening ten laste van de resultaten worden gebracht, met het oog op de integratie van het overgenomen Levolor & Kirsch. Daarnaast zal ook een eerste afschrijving van de bij deze overname betaalde goodwill in mindering worden gebracht op het netto resultaat. Wij verhogen de taxatie van de winst per aandeel 2017 van € 5,75 naar € 6,00, hetgeen correspondeert met vier maal het behaalde netto resultaat van Q3 2016. Deze taxatie is naar onze mening een conservatieve, omdat Levolor & Kirsch volgend jaar voor twaalf maanden bijdraagt aan het groepsresultaat tegen slechts een halfjaar in 2016. In onze taxaties zit nog niet een mogelijk positief belastingeffect verwerkt. De onlangs gekozen nieuwe president Donald Trump heeft aangekondigd het tarief van de binnenlandse vennootschapsbelasting te willen verlagen van de huidige 35% naar 15%. Mocht dit voornemen bewaarheid worden, dan dienen onze winsttaxaties met tenminste 15% te worden verhoogd. Ook in het Verenigd Koninkrijk wenkt een lager belastingtarief. Het UK is een van de belangrijkste markten voor Hunter Douglas, maar ondervindt momenteel wel de nadelige gevolgen van de brexit. Tegen de huidige beurskoers van € 53,- wordt thans 8,8x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 40% bedraagt het dividendrendement alsdan 4,5%.

**ASM International**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, houdt een minderheidsbelang van circa 39% in ASM PT, specialist in backend-toepassingen voor chipproducenten. Het op de beurs van Hongkong genoteerde ASM PT heeft met name het afgelopen halfjaar een sterke koersstijging laten zien, nu de vooruitzichten voor het backend-segment stilaan verbeteren. De afgelopen zes maanden steeg de beurskoers bijna 45%. Ter vergelijking, de beurskoers van ASMI steeg over dezelfde periode met slechts 15% van € 33,50 naar € 38,75. Dit houdt in dat aan het kernbedrijf van ASMI, het sterk presterende front-end-segment, momenteel een waarde wordt toegekend van circa € 700 miljoen, ofwel € 11,00 per aandeel ASMI. Dit impliceert een sterke onderwaardering van het kernbedrijf, hetgeen tevens een afdoende verklaring vormt voor de aanhoudende inkoop van aandelen ASMI door het management. ASMI rapporteerde vorige maand bevredigende cijfers over het derde kwartaal van 2016. De omzet kwam uit op € 144,2 miljoen, een stijging van 4% ten opzichte van Q2 2016 en een daling van 11% in vergelijking met Q3 2015. De orderingang bedroeg € 122,6 miljoen, hetgeen 23% lager was dan over Q2 2016 (€ 159,1 miljoen) en 17% minder dan Q3 2015 (€ 148,1 miljoen). Zowel de gerapporteerde omzet als de orderingang lagen binnen de eerder door de onderneming geïndiceerde bandbreedte van respectievelijk € 135 - 150 miljoen en € 100 - 130 miljoen. De brutomarge verbeterde licht in Q3 2016 naar 44,2% (Q2 2016: 43,8%; Q3 2015: 43,4%). De minderheidsdeelneming in ASM PT (39%) presteerde naar behoren en noteerde een bijdrage van € 26,7 miljoen aan de resultaten (Q2 2016: € 16,4 miljoen; Q3 2015: € 8,6 miljoen). Per saldo werd een nettowinst van € 39,8 miljoen verantwoord, 6% lager dan € 42,3 miljoen van Q2 2016 en bijna 20% onder € 49,5 miljoen van Q3 2015. Voor het vierde kwartaal 2016 voorspelt het management een omzet binnen een bandbreedte van € 150 - 170 miljoen, terwijl de orderingang wordt begroot in een range tussen € 130 - 160 miljoen, uitgaande van stabiele valutaverhoudingen.

Voor 2017 voorziet ASMI een duidelijke verbetering van de *single wafer ALD-markt*, waar men eerder van een 'sterke verbetering' sprak. Deze iets conservatievere stellingname houdt verband met het onveranderd grillige bestedingsgedrag van afnemers, alsmede de mogelijk versturende invloed van valutabewegingen. ASMI kondigde voorts een nieuw aandeleninkoopprogramma ter waarde van € 50 miljoen aan voor de periode 2016 - 2017. Het vorige aandeleninkoopprogramma, met een tegenwaarde van € 100 miljoen gedurende de periode 2015 - 2016, is inmiddels afgerond. In totaal zijn 2.772.729 aandelen tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 35,98 per aandeel ingekocht,

overeenkomend met 4,4% van het uitstaande aandelenkapitaal. Per eind september 2016 bedroeg de netto kaspositie van ASMI € 363 miljoen, ofwel € 5,70 per aandeel. Wij taxeren een winst per aandeel 2017 van € 2,55 (2016tax: € 2,15) voor ASMI. Tegen de huidige beurskoers van € 38,80 wordt derhalve 15,2x de getaxeerde winst 2017 voor aandelen ASMI betaald en komt het dividendrendement naar verwachting op 1,8%.

**TKH Group**, leverancier van technische oplossingen, kwam met een *trading update* over het derde kwartaal 2016. De omzet daalde in dit kwartaal met 3,5% naar € 328,6 miljoen (Q3 2015: € 340,4 miljoen), waarbij de autonome omzet in Building Solutions met 2,3% steeg, maar die in Telecom Solutions en Industrial Solutions met respectievelijk 0,2% en 6,7% daalde. Deze laatste teruggang was conform de reeds eerder gecommuniceerde lagere ordergang door terughoudendheid bij investeringen in China. De EBITA daalde in Q3 2016 met 6,1% van € 37,8 miljoen naar € 35,5 miljoen. Over de eerste negen maanden van 2016 daalde de omzet met 5,0% van € 1.030,4 miljoen naar € 978,7 miljoen en kwam de EBITA 10,2% lager uit op € 100,3 miljoen (1<sup>ste</sup> negen maanden 2015: € 111,6 miljoen). Hieruit blijkt dat de daling van het resultaat in het derde kwartaal afnam ten opzichte van het eerste halfjaar. Deze relatieve verbetering werd gerealiseerd door de stijging van de autonome omzet en winst binnen Building Solutions. In het segment Industrial Solutions verbeterde de ordergang zich binnen het sub-segment Manufacturing Systems, maar bleef nog achter op het beoogde intakeniveau vanuit het toegenomen aantal aangekondigde projecten in de bandenbouwindustrie. Volgens CEO Alexander van der Lof is het perspectief voor een hogere ordergang in de komende kwartalen echter positief. Al met al ontwikkelen de activiteiten zich in lijn met de vooruitzichten zoals uitgesproken bij de bekendmaking van de resultaten over het eerste halfjaar 2016. Daarom handhaaft de Raad van Bestuur de eerdere prognose van een nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten over geheel 2016 die binnen een bandbreedte van € 88 tot € 93 miljoen (2015: € 99,9 miljoen) zal uitkomen. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 2,20 (2015: € 2,40) en voor 2017 op € 2,35. Tegen de huidige beurskoers van € 35,- wordt 14,9x de verwachte winst 2017 voor de aandelen TKH Group betaald bij een getaxeed dividendrendement van 3,1%.

Technologiebedrijf **Nedap** verwacht over 2016 een groei van de opbrengsten van ongeveer 3% (opbrengsten 2015: € 180,9 miljoen). Exclusief de marktgroep Energy Systems, waarvan de activiteiten dit jaar conform plan worden afgebouwd, bedraagt de voorziene opbrengstengroei over 2016 ongeveer 5%. De winst voor belastingen exclusief eenmalige posten stijgt naar verwachting met 20 tot 25% ten opzichte van de in 2015 gerealiseerde € 11,2 miljoen. Voor de marktgroepen Healthcare, Identification Systems, Library Solutions, Security Management en Staffing Solutions wordt een opbrengstengroei verwacht in 2016. De opbrengstengroei in het tweede halfjaar wordt gedrukt door de geplande afbouw van activiteiten bij Energy Systems en Light Controls. De marktgroep Livestock Management heeft last van de lage melkprijs, die langer aanhoudt dan verwacht. Zoals eerder gemeld, worden de resultaten van 2016 sterk beïnvloed door eenmalige posten die gepaard gaan met de herinrichting van de supply chain. Deze posten bedragen naar verwachting € 4 tot 5 miljoen. De afbouw van de productie- en logistieke activiteiten ligt op schema. Dit betekent dat de geselecteerde strategische leveranciers voor het eind van 2016 de eerste producten gaan leveren en dat in de eerste helft van 2017 de vervaardiging van een groot aantal producten wordt uitbesteed. Dochterbedrijf Inventi wordt naar verwachting eind 2017 gesloten. Naast eenmalige operationele kosten zorgt de herinrichting van de supply chain voor waardeverlies bij een deel van de voorraden. De eenmalige operationele kosten bedragen naar verwachting ongeveer € 1,0 miljoen en het waardeverlies – in de vorm van een non-cash afboeking op de boekwaarde – € 2 à 4 miljoen. Verder is besloten om dochterbedrijf Nedap Iberia te reorganiseren en in het wereldwijde verkoop- en logistieke model van de marktgroepen te integreren. Dit leidt tot eenmalige kosten van ongeveer € 0,5 miljoen. Hiertoe heeft Nedap de 10% aandelen in Nedap Iberia verworven die zij nog niet in haar bezit had.

Een nadere analyse van het derde kwartaalbericht wijst uit dat er in de tweede jaarhelft geen opbrengstengroei is. Over de eerste zes maanden van 2016 bedroeg deze groei (exclusief Energy Systems) nog +6%, maar het per saldo uitblijven van groei bij de belangrijke marktgroepen Livestock Management en Retail in combinatie met de (verwachte) krimp bij Light Controls verklaart deze kortstondige stagnatie. Daarentegen is de EBIT-marge hoger dan in H1 2016 vanwege het feit dat er geen verliezen meer zijn bij Energy Systems in H2 2016. Het winstherstel bij Nedap wordt dit jaar voor een groot deel geremd door de historisch lage melkprijzen die het netto resultaat in Livestock Management

volgens onze schattingen met enkele miljoenen doet afnemen. Pas in de tweede helft van 2017 zal de rundveemarkt naar verwachting een herstel tonen. Daarentegen ontwikkelt de varken business zich uitstekend met een hogere orderingang in zowel Europa als Noord-Amerika en Azië. Deze activiteiten hebben echter een lagere brutomarge dan de melkvee business vanwege het materiaaleffect van staal waarop een veel lagere marge wordt behaald. Wij taxeren voor 2016 een winst per aandeel van circa € 2,00 (2015: € 1,88) voor Nedap en voorzien voor 2017 een verdere stijging naar € 2,35. Deze verbetering is deels het gevolg van de doorgevoerde verbeteringen in de supply chain en deels de resultante van het succes van de technologische oplossingen die Nedap aanbiedt. Tegen de huidige beurskoers van € 31,50 wordt 13,4x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Nedap betaald. Bij een pay-out ratio van 75% bedraagt het toekomstig dividendrendement alsdan 5,6%.

**BE Semiconductor Industries**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, heeft een converteerbare lening van € 125 miljoen bij beleggers geplaatst. Met de opbrengst beoogt BESI een drietal doelstellingen te verwezenlijken. Allereerst de verdere ontwikkeling van de volgende generatie *Advanced Packaging* technologie. Daarnaast de verdere expansie van de Aziatische productiefaciliteiten en tenslotte voor de aanwending van 'algemeen zakelijke doeleinden', waaronder vallen: schuldreductie, overnames en inkoop van eigen aandelen. De achtergestelde converteerbare lening heeft een couponrente van jaarlijks 2,5% en een conversieprijs van € 43,51 per (uit te geven) aandeel, hetgeen neerkomt op een premie van 40% boven de aandelenkoers van woensdag 30 november, de dag van de plaatsing van de lening. Volledige conversie van de lening in aandelen tegen voornoemde condities zou leiden tot een uitbreiding van het uitstaande aandelenkapitaal van circa 7,2%. De netto kaspositie van BESI bedroeg eind september € 131,9 miljoen, een stijging van 21% in vergelijking met eind september 2015 (€ 109,0 miljoen). Gezien de onveranderd riante kaspositie besloot het management onlangs nog om een nieuw aandeleninkoopprogramma van, opnieuw, 1 miljoen aandelen te starten, nu het oude inkoopprogramma van 1 miljoen stukken inmiddels is afgerond. Indien dit programma wordt uitgevoerd, zou dit de inkoop van 2,7% van de uitstaande aandelen impliceren. Tegen deze achtergrond kwam de uitgifte van de convertible als een verrassing voor analisten en beleggers. Echter, door de uitgifte van de convertible creëert BESI een nagenoeg optimale financiële flexibiliteit voor de middellange termijn. Op 27 oktober sloot BESI het vorige aandeleninkoopprogramma af, waarbij 1 miljoen stukken werden ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 22,46 per aandeel. Deze aandelen, evenals de aandelen die worden ingekocht onder het lopende inkoopprogramma, worden niet ingetrokken en kunnen derhalve te zijner tijd weer worden uitgegeven wanneer conversie in december 2023 aan de orde mocht zijn. Overigens heeft BESI het recht om vanaf 23 december 2020 tot vroegtijdige aflossing over te gaan wanneer de convertible gedurende een bepaalde periode boven 130% noteert. Met andere woorden, BESI slaat twee vliegen in één klap. De financiering voor de komende jaren, inclusief de mogelijkheid van een middelgrote acquisitie, is vastgelegd en tegelijkertijd ontstaat uitzicht op een substantiële boekwinst op de ingekochte aandelen die *in treasury* worden gehouden. Voor het lopende jaar koerst BESI af op een winst per aandeel van € 1,60, waarbij een contant dividend van € 1,40 een redelijke aanname is. Voor 2017 hanteren wij een taxatie van € 1,95 winst per aandeel en een dividendtaxatie van € 1,75. Tegen de huidige beurskoers van € 31,10 wordt aldus 15,9x de verwachte winst 2017 voor de aandelen BESI betaald en komt het verwachte dividendrendement op 5,6%.

**Kendrion**, toonaangevend producent van elektromagneten, rapporteerde solide cijfers over het derde kwartaal 2016. Bij een met 1% gestegen omzet van € 110,1 miljoen (Q3 2015: € 108,9 miljoen) was er een EBITA stijging van 12% van € 7,1 miljoen naar € 7,9 miljoen, hetgeen zich vertaalde naar een EBITA-marge van 7,2% (Q3 2015: 6,5%). CEO Joep van Beurden richt zich in eerste aanleg op een verbetering van de winstgevendheid van Kendrion. Deze verbeterde voor de tweede achtereenvolgende keer op kwartaalbasis. Over de eerste negen maanden van 2016 was er nog een lichte omzetsdaling van 1% tot € 335,5 miljoen (1<sup>ste</sup> negen maanden 2015: € 337,6 miljoen), en kwam de EBITA 4% hoger uit op € 24,2 miljoen (1<sup>ste</sup> negen maanden 2015: € 23,4 miljoen). De uitgezette strategie gericht op 'Simplify, Focus and Grow' werd verder aangescherpt met de beslissing om de productiefaciliteit in Zwitserland te sluiten en deze onder te brengen bij de fabrieken in Duitsland. Voor het laatste kwartaal van 2016 voorziet Kendrion een aanhoudend uitdagend economisch klimaat, met name in het segment Commercial Vehicles. Daarentegen ziet men een voortzetting van de opwaartse trend in personenauto's. Kendrion herhaalde de ambities voor de middellange termijn: per ultimo 2018 dient Kendrion een gemiddelde jaarlijkse omzetgroei van 5% te realiseren bij een EBITA-marge van 10%. Voor

2016 handhaven wij onze prognose van de winst per aandeel van € 1,40 (2015: € 1,28), terwijl wij voor 2017 een verdere stijging naar €1,55 voorzien. Tegen de huidige beurskoers van € 26,40 wordt 17x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Kendrion betaald en komt het dividendrendement bij een pay out van 52% op 3,0%.

**Flow Traders**, liquiditeitsverschaffer in ETP's (Exchange Traded Products), rapporteerde bevredigende cijfers over het derde kwartaal 2016. Terwijl de 'ETP Value Traded' wereldwijd met 7% daalde, realiseerde Flow Traders in Q3 2016 een stijging van 5% in vergelijking met Q2 2016. Dit grotere marktaandeel werd verkregen als gevolg van een grotere activiteit van Flow Traders in een bredere range van verhandelde producten. Omdat Flow Traders continu grote bedragen investeert in (de opleiding van nieuwe) handelaren en de nieuwste technologie is de groep in staat de exposure naar de markt geleidelijk te vergroten. Omdat de kost nadrukkelijk voor de baat uitgaat – een nieuwe handelaar draagt pas na twee à drie jaar bij aan het resultaat – kunnen de resultaten in een periode van lage handelsomzetten en dito marktvolatiliteit tijdelijk onder druk staan. Dit is feitelijk aan de orde in het lopende boekjaar dat als overgangsjaar kan worden aangemerkt. Echter, na het absolute recordjaar 2015 zal 2016 evengoed het op één na beste jaar uit de historie van Flow Traders worden. Het netto handelsresultaat ('Net trading income') bedroeg in Q3 2016 € 48,8 miljoen, een daling van 28% ten opzichte van Q2 2016, waaruit volgt dat er sprake was van een verhoudingsgewijs lage 'Revenue Capture' van 3,3 basispunt wat het gevolg was van een gewijzigde product mix van de verhandelde ETP's. Flow Traders investeerde stevig in de uitbreiding van de Business Development, Trading en Technology teams in alle drie regio's (Europa, Noord-Amerika en Azië), met het accent op de expansie in Noord-Amerika en Azië. In de Verenigde Staten werd, nadat de vereiste vergunning werd verkregen, gestart met de afdeling Institutional Trading die binnen afzienbare tijd – komende 12 à 18 maanden – de omzet in deze regio met 35 tot 40% moet kunnen laten stijgen. Flow Traders behoort in Europa reeds tot de toonaangevende intermediairs in de off-screen handel in ETP's, waar met name in de bemiddeling in vastrentende ETP's een sterke positie wordt ingenomen. Het ligt in de lijn der verwachting dat de komende jaren de groei in deze vastrentende ETP's zal gaan versnellen. Gezien de grotere complexiteit van deze vastrentende ETP's liggen de marges in dit segment op een aantrekkelijker niveau dan die van de zeer ruim verhandelde ETP's op de grote aandelenindices. Voor geheel 2016 hanteren wij een winst per aandeel van circa € 1,90 (2015: € 2,76), terwijl wij voor 2017 een stijging naar € 2,55 voorzien. Tegen de huidige beurskoers van € 28,60 wordt 15x de verwachte winst voor het lopende jaar voor de aandelen Flow Traders betaald; op basis van onze taxatie voor volgend jaar echter slechts 11,2x. Omdat Flow Traders in vergelijking met de *peer group* voorop loopt in technologie en groei van het aantal nieuwe handelaren, is deze bescheiden beurswaardering naar onze mening een uitgelezen kans om ons belang geleidelijk uit te breiden tot een volwaardige positie in de portefeuille. Daarbij geeft het genereuze dividendrendement, bij een pay-out ratio van tenminste 50%, een mooie ondersteuning aan de beurskoers. Het aandeel van het schuldenvrije Flow Traders rendeert op basis van onze 2017-taxatie van het dividend van € 1,78 per aandeel momenteel 6,2%.

Funderingenbouwer **Sif Group** boekte een mooie progressie in het derde kwartaal van 2016. Gedragen door een hoge bezettingsgraad van de Offshore Wind productiecapaciteit, steeg de omzetcontributie naar € 98,6 miljoen (Q3 2015: € 69,6 miljoen). De genormaliseerde EBITDA steeg over de afgelopen twaalf maanden van € 39,4 miljoen naar € 54,9 miljoen, een toename van ruim 39%. Met inbegrip van de kosten van de IPO bedroeg de EBITDA in Q3 2016 € 49,2 miljoen. De uitbreiding van de productiecapaciteit op de Maasvlakte 2 in Rotterdam ligt op schema; de eerste monopiles werden eind september aldaar geproduceerd. Gepland onderhoud in de tweede helft van 2016 alsmede de versnelde start van de productie op de Tweede Maasvlakte sorteren een kostenverhogend effect op de korte termijn. Hierdoor zal de EBITDA in Q4 2016 op een licht lager niveau uitkomen. Op basis van een volledig gevuld orderboek voor Offshore Wind en een basisbezetting bij Offshore Olie & Gas voor het lopende jaar, herhaalt Sif Group de eerdere prognose van een verwachte productie van 183 kiloton voor geheel 2016. Hiermee correspondeert een winst per aandeel 2016 van circa € 1,75 (2015: € 1,48), terwijl wij voor 2017 een verdere stijging naar € 1,95 voorzien. Op basis van deze laatste taxatie noteren de aandelen Sif Group thans tegen 8,3x de winst 2017 en komt een dividendrendement van 3,6% in beeld.

**Aalberts Industries**, wereldspeler op het gebied van Industrial Services en Flow Control, meldde in november een tweetal overnames. Het Italiaanse Vin Service srl uit Zanica (Bergamo) met een jaaromzet van circa \$ 30 miljoen versterkt de positie van Aalberts Industries op de internationale beverage dispense markt. De klantenportefeuille van Vin Service is complementair aan die van Aalberts Industries en bevat bekende namen als Heineken, Carlsberg, SAB Miller, AB InBev, Efes, Damm, Coca-Cola en Pepsi-Cola. Vin Service exporteert circa 85% van haar productie naar wereldwijd meer dan 100 landen. Aalberts Industries ziet ruimschoots mogelijkheden voor additionele groei van de Vin Service product range en technologieën, voornamelijk in Noord-Amerika en Azië, waarbij gebruik kan worden gemaakt van de key accounts van Aalberts Industries. Met deze acquisitie groeit het segment Dispense Technology naar een jaaromzet van circa \$ 100 miljoen. Het management stelt goede mogelijkheden te zien voor een verdere groei met name door innovaties en custom made oplossingen voor Key Accounts. De resultaten van Vin Service worden vanaf 1 januari 2017 geconsolideerd in die van Aalberts Industries en dragen direct bij aan de winst per aandeel. De overname wordt gefinancierd uit bestaande kredietfaciliteiten.

Daarnaast werd de overname van 100% van de aandelen van Shurjoint Piping Products USA Inc., Haohan Metal (Kunshan) Co. Ltd. en Shurjoint Metals Inc. aangekondigd. De Shurjoint-bedrijven zijn een innovatief marktleider in de ontwikkeling, productie, verkoop en distributie van gekartelde componenten voor de mechanical piping systems-industrie. De jaaromzet van de bedrijven bedraagt circa US\$ 42 miljoen. Het productenpakket van Shurjoint is, volgens Aalberts Industries, een *perfect fit* voor de Technologie-portefeuille van de divisie Building Installations. De Shurjoint-bedrijven zijn actief op Taiwan, in China en de Verenigde Staten. Consolidatie vindt plaats per 1 oktober jl. De overname wordt gefinancierd uit beschikbare kredietfaciliteiten en draagt direct bij aan de winst per aandeel van Aalberts Industries. Wij taxeren een winst per aandeel 2017 van € 2,05 (2016 tax: € 1,90). Tegen de huidige beurskoers van € 28,50 noteren aandelen Aalberts Industries aan 13,9x de getaxeerde winst 2017. Bij een genormaliseerde payout ratio van 30% bedraagt het dividendrendement alsdan 2,2%.

**Neways Electronics International**, actief in de Electronic Manufacturing Services (EMS) industrie, maakte bekend dat overeenstemming is bereikt met ING en ABN Amro over de herfinanciering van de onderneming. De nieuwe financieringsfaciliteit van in totaal € 57,5 miljoen vervangt de 3-jaars financiering met ING en ABN Amro die medio volgend jaar zou eindigen. De nieuwe groepsfaciliteit loopt tot 31 oktober 2018 met de optie tot verlenging met een jaar. De faciliteit bestaat uit een lange termijn lening van € 5 miljoen en een rekening courantfaciliteit die met € 17,5 miljoen is verruimd naar € 52,5 miljoen. De faciliteit voorziet in de € 5 miljoen aflossing van de lange termijn lening tot en met 1 oktober 2017. Onder de nieuwe overeenkomst dient het eigen vermogen in 2016 op minimaal € 50 miljoen uit te komen en in 2017 en 2018 op minimaal € 55 miljoen. Ter vergelijking: per ultimo 2015 bedroeg het eigen vermogen van Neways € 70,6 miljoen. Daarnaast dient de EBITDA over de laatste twaalf maanden (LTM) minimaal € 10 miljoen te bedragen. Over 2015 kwam de EBITDA van Neways uit op € 14,2 miljoen. Onder de oude overeenkomst gold een minimale solvabiliteit van 35% en een Net debt/EBITDA van maximaal 3,0. De verstrekte zekerheden zijn nagenoeg ongewijzigd. Volgens CFO Paul de Koning heeft Neways met de nieuwe en ruimere groepsfaciliteit tegen gunstiger voorwaarden meer slagkracht en flexibiliteit in de convenanten om de komende jaren invulling te geven aan de groeistrategie en het doorlopende operationele verbeterprogramma.

Daarnaast heeft Neways zich verzekerd van een financieringsstructuur die goed past bij de karakteristieken van de onderneming en die per saldo zorgt voor lagere rentelasten. Neways kwam tevens met een *trading update* over het derde kwartaal 2016. Over deze periode werd een omzet van € 96,5 miljoen gerealiseerd, gelijk aan het niveau van Q3 2015. Een hogere omzet uit de sectoren Semiconductor, Automotive en Defense viel weg tegen een lagere omzet uit Medical. In de eerste negen maanden van 2016 was de orderingang solide met een jaar-op-jaar stijging van 8,8%. Het orderboek stond eind september op € 184,6 miljoen, in vergelijking met € 161,8 miljoen per eind september 2015. In vergelijking met ultimo juni 2016 lag het orderboek rond hetzelfde niveau. Net als vorig jaar is er sprake van een hogere korte termijn volatiliteit in het orderboek, als gevolg van strikter voorraadbeheer van klanten richting jaareinde. In een toelichting stelde CEO Huub van der Vrande dat in het afgelopen kwartaal verdere voortgang is geboekt met de implementatie van het middellange termijn operational excellence programma waarmee in de tweede helft van 2015 werd aangevangen. Belangrijke stappen zijn gerealiseerd op gebieden als de verbetering van de customer intimacy, standaardisatie van componenten inkoopprocessen en leveranciersreductie. Er is een duidelijke verbetering van de

efficiency zichtbaar in de organisatie, waarbij de meeste effecten van het programma op de prestaties naar verwachting zichtbaar zullen worden in de loop van 2017 en de jaren daarna. Alles is er op gericht om Neways te laten uitgroeien tot de vertrouwde technologiepartner voor haar klanten in elke fase van de product levenscyclus. Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel op respectievelijk € 0,70 voor 2016 en € 0,90 voor het komende jaar. Tegen de huidige beurskoers van € 8,90 wordt 9,9x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Neways Electronics International betaald (2016 taxatie: € 0,70). Bij een veronderstelde pay-out ratio van 50% bedraagt het dividendrendement in deze projectie 5,1%.

Wetenschappelijke uitgeverij **Koninklijke Brill** publiceerde een summierere trading update over het derde kwartaal 2016. Er wordt melding gemaakt van 'enige omzetgroei' in Q3 2016, waarbij specifiek wordt verwezen naar de grote microfiche opdracht van september 2015 die de vergelijkingsbasis beïnvloedt. Brill constateert een gezonde vraag naar digitale en abonnement-gebonden uitgaven, in het bijzonder elektronische boeken en online primaire bronnen. Een deel van de omzetgroei komt voort uit herziene verdienmodellen en aangepaste prijsstellingen. In Q3 2016 verwierf Brill een belangrijke order van de toonaangevende universiteit in Singapore voor primaire bronnen en aanverwante digitale producten. Zoals verwacht daalde de omzet van gedrukte boeken als gevolg van een lagere productie en door de aanhoudende trend naar digitale uitgaven. De EBITDA-marge verbetert dit jaar door de combinatie van omzetgroei en het effect van doorgevoerde efficiency maatregelen op het gebied van drukken en fulfillment. Op basis van de huidige inzichten handhaaft Brill de eerder gemelde prognose van een autonome omzetgroei van 2-3% en verhoogt het de voorziene verruiming van de EBITDA-marge naar meer dan 200 basispunten. Wij handhaven vooralsnog onze winsttaxatie 2016 op circa € 1,45 per aandeel (2015: € 1,24), mede omdat de omzet in de maand december onderhevig kan zijn aan stevige fluctuaties. Tegen de huidige beurskoers van € 25,40 wordt 17,5x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Brill betaald; op basis van een contante uitkering van € 1,25 bedraagt het dividendrendement 4,9%.

Fietsenproducent **Accell Group** heeft in het derde kwartaal 2016 een hogere omzet gerealiseerd ten opzichte van dezelfde periode in 2015, met name door een hogere bijdrage van e-bikes. Het resultaat over het derde kwartaal werd gedrukt door meer kortingen bij de afbouw van seizoenvoorraden van reguliere fietsen. Voor geheel 2016 verwacht Accell Group weliswaar een toename van de omzet, maar een resultaat dat rond het niveau van 2015 zal uitkomen. Deze prognose impliceert een neerwaartse bijstelling van de verwachting die bij de publicatie van het halfjaarbericht in augustus werd gegeven. Zeker in het licht van de buitengewone last van € 4 miljoen die in 2015 op de resultaten drukte, voortkomend uit de fraudezaak in Taiwan, is de lagere winsttaxatie als een pittige correctie te kwalificeren. Voorzitter van de Raad van Bestuur, René Takens, gaf als commentaar op het tussentijdse bericht dat de marktomstandigheden voor de fietsenverkoop in Q3 2016 vergelijkbaar waren met die van het eerste halfjaar. In veel landen speelden de weersomstandigheden de aankoop van fietsen parten. De omzet in e-bikes nam verder toe, met name van e-performance fietsen. De sterke groei in dit segment ging echter deels ten koste van sportieve fietsen, waardoor de omzet in reguliere fietsen afnam. In Q3 2016 steeg zowel de fietsen- als de onderdelenomzet. Vrijwel alle landen in Europa droegen bij aan de omzetgroei. In de Verenigde Staten daalde de omzet door de moeilijke omstandigheden bij de fietsvakhandel, het wegvallen van twee grote multisportketens (als gevolg van faillissement) en de desinvestering van de onderdelenactiviteiten. In het Verenigd Koninkrijk daalde de omzet mede door onder invloed van de verzwakking van het Engelse pond als gevolg van de brexit. Door lagere verkopen in de zomermaanden moesten aan het eind van het seizoen meer fietsen met korting worden verkocht wat een negatief effect had op de toegevoegde waarde. Bovendien werden de materiaalkosten beïnvloed door hogere garantiekosten (van met name elektrische fietsen) en een sterkere yen, waardoor inkooprijzen van versnellingsgroepen en motoren hoger zijn. De overige bedrijfskosten als percentage van de omzet namen verder af in Q3 2016 ondanks hogere kosten voor marketing en advies. De hogere advieskosten hingen grotendeels samen met de organisatiewijzigingen in de supply chain en aanscherping van de groepsstrategie. Met betrekking tot dit laatste zal de organisatie in de toekomst meer gericht zijn op het (direct) bedienen van de consument en worden in diverse landen *omnichannel* strategieën voor de Accell Group bedrijven uitgewerkt en uitgevoerd. Bij de verkoop van fietsonderdelen en -accessoires zal er intensievere samenwerking door de Accell-bedrijven worden gezocht en zullen activiteiten worden geïntegreerd. Het werkkapitaal daalde zowel als percentage van de omzet als absoluut. Dit is mede het gevolg van de nieuw opgezette supply chain organisatie op



groepsniveau. Deze positieve trend zal zich naar verwachting in de komende maanden voortzetten. De orderingang van de nieuwe collectie voor het jaar 2017 is goed, wederom vooral voor de sportieve merken. In de Verenigde Staten is uitvoering gegeven aan de *omnichannel* strategie en is de organisatie verder aangepast. Het merk Raleigh wordt in Amerika nu zowel bij de fietsvakhandel als ook bij online retailers en direct online verkocht; voor de directe uitlevering wordt deels samengewerkt met een mobiele dienstverlener. De eerste effecten van de nieuwe supply chain organisatie worden geleidelijk zichtbaar door een grotere leverbetrouwbaarheid en lager werkkapitaal. Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2016 van € 1,55 naar € 1,30 (2015: € 1,29). Voor 2017 verlagen wij de winsttaxatie van € 1,70 per aandeel naar € 1,60. Het blijkt dat Accell Group succesvol is in het hogere segment van de sportieve e-bikes, maar marktaandeel verliest in het middensegment van de markt. Daarnaast spelen de wisselende weersomstandigheden de onderneming momenteel niet in de kaart. Tenslotte draait de Amerikaanse organisatie nog met verlies en is in het Verenigd Koninkrijk op korte termijn eveneens sprake van uitdagende marktomstandigheden als gevolg van de brexit. De gunstige effecten uit hoofde van de verbeterde positie in de supply chain zullen vanaf komend jaar sterker in de resultaten tot uiting moeten komen. Tegen de huidige beurskoers van € 19,60 wordt thans 12,2x de getaxeerde winst 2017 voor de aandelen Accell Group betaald. Uitgaande van een 50% pay-out ratio komt het dividendrendement alsdan op 4,1%.

**Lucas Bols**, een toonaangevende speler op de wereldwijde markt voor cocktails en gedistilleerd, rapporteerde de resultaten over het eerste halfjaar 2016/17, de periode 1 april - 30 september 2016. De omzet stabiliseerde op € 39,4 miljoen, waarbij de omzet in het wereldwijde merkensegment met 2,2% toenam, hetgeen werd geneutraliseerd door een omzetzak van 3,9% bij de regionale merken. Op regio-basis werd een sterke autonome omzetgroei behaald in Noord-Amerika (+10,7%) en in de opkomende markten (+9,2%). In Azië-Pacific was sprake van herstel, met een autonome groei van 1,5%. In West-Europa, waar het merendeel van de omzet van de regionale merken wordt behaald, was er een autonome omzetzak van 6,9%. Het brutoresultaat voor H1 2016/17 daalde licht naar € 23,8 miljoen ten opzichte van vorig jaar (H1 2015/16: € 24,0 miljoen). De gerapporteerde brutomarge van 60,3% was 50 basispunten lager dan een jaar geleden, voornamelijk als gevolg van veranderingen in de regionale mix. Het EBIT-resultaat over H1 2016/17 daalde met 2,5% naar € 11,3 miljoen (H1 2015/16: € 11,6 miljoen). Tegen constante wisselkoersen daalde het EBIT-resultaat met 2,4%. Zoals eerder aangekondigd, heeft Lucas Bols besloten om de investeringen in zowel de commerciële organisatie als Advertising & Promotion (A&P) van de wereldwijde merken te verhogen. In de eerste helft van het boekjaar stegen de investeringen met circa € 1 miljoen ten opzichte van H1 2015/16. Daarnaast rapporteerde Lucas Bols een voorlopige eenmalige bate van € 0,7 miljoen in verband met de overname van Distilleerderij Cooymans door deelneming Avandis in de eerste helft van het boekjaar, aangezien het bedrag dat betaald is voor deze activiteiten lager is dan de reële waarde ervan. Voor het lopende boekjaar 2016/2017 handhaven wij de eerdere taxatie van € 0,85 (2015/2016: € 0,94). Daarbij zal de vorige maand aangekondigde Passoã joint venture naar verwachting vóór het einde van het kalenderjaar 2016 worden opgericht en daardoor voor drie tot vier maanden bijdragen aan de resultaten. Dit positieve effect zal naar verwachting min of meer worden geneutraliseerd door de met de Passoã joint venture samenhangende transactiekosten. Voor het komende boekjaar 2017/18 handhaven wij eveneens onze eerdere taxatie van € 1,10 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 16,70 worden de aandelen Lucas Bols daarmee gewaardeerd op 15,2x de getaxeerde winst 2017/18. Uitgaande van een genormaliseerd dividend van € 0,60 per aandeel, bedraagt het dividendrendement bijgevolg 3,6%.

### Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 december 2016 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Hunter Douglas	14,6%
ASM International	10,6%
TKH Group	9,9%
Nedap	9,6%
BE Semiconductor Industries	8,7%
Kendrion	8,0%
Flow Traders	5,8%
Brunel International	5,6%
Aalberts Industries	5,2%
Sif Group	5,1%
Overige 6 participaties	16,6%
Liquiditeiten en overige	0,3%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

### Vooruitzichten

Aan het begin van december is sprake van terughoudendheid bij beleggers, gezien de onzekerheid die in de Verenigde Staten samenhangt met de politiek van de nieuwe president en in Europa rond het Italiaanse referendum en de ECB-meeting op 8 december a.s. Los van deze politieke en monetaire invloed, blijkt dat in economisch opzicht de gang van zaken zich in algemene zin positief ontwikkelt.

Wanneer wij de vooruitzichten voor de 16 participaties in de portefeuille bezien, zijn de verwachtingen voor 2017 weliswaar positief, maar zijn er niettemin toch behoorlijke individuele verschillen in de snelheid van omzet- en winstgroei. Kort samengevat ziet het er als volgt uit:

- Zoals beschreven in onze [Investment Case](#) van augustus, voorzien wij een stevige omzet- en winstgroei voor onze grootste participatie **Hunter Douglas**. De bijdrage van het medio dit jaar overgenomen Levolor & Kirsch zal volledig doorwerken in het eindresultaat. Daarnaast zal HD gaan profiteren van de aantrekkende huizenmarkt in Amerika en Europa en mogelijke belastingverlagingen. Tegen de huidige beurskoers van € 53,- achten wij de aandelen Hunter Douglas sterk ondergewaardeerd. Een koersverdubbeling sluiten wij op termijn niet uit. **Lucas Bols** moet ook in staat zijn om een ruime dubbelcijferige omzet- en winstgroei te kunnen realiseren die grotendeels wordt gedragen door de recent aangekondigde joint venture met Rémy Cointreau inzake vruchtenlikeurmerk Passoã;
- Met een weging van ruim 19% zijn de toeleveranciers aan de internationale halfgeleiderindustrie, **ASM International** en **BE Semiconductor Industries** zwaar vertegenwoordigd in de portefeuille. Volgens marktonderzoekbureau VLSI zal de relevante *Assembly Equipment Market* in 2017 en 2018 met respectievelijk 10,9% en 8,3% groeien nadat dit marktsegment in 2015 en 2016 per saldo is gekrompen. Als marktleiders in hun niche zullen ASMI en BESI naar onze mening bovengemiddeld gaan profiteren van de verwachte marktexpansie. Gezien de consolidatietendens in de halfgeleidermarkt sluiten wij een overname van een of beide ondernemingen het komende jaar evenmin uit;
- Een drietal ondernemingen in de portefeuille, te weten **Accell Group**, **Nedap** en **Neways Electronics International**, gezamenlijk goed voor een portefeuillegeweging van ruim 17%, bevindt zich in een langjarig traject van verbetering van de supply chain (inkoop, voorraadbeheer, ICT en logistiek). Wij verwachten dat de eerste resultaten van deze trajecten in 2017 zichtbaar zullen worden in een versnelling van de winstgroei,

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

alsmede van een verbetering van de kwaliteit van de gepresenteerde winst. Voor deze drie ondernemingen voorzien wij een toename van de nettowinst van tenminste 10% in het komende boekjaar;

- Voor drie ondernemingen verwachten wij een stijging van de winst per aandeel van ongeveer 10%. Dit betreft **Kendrion**, waar CEO Joep van Beurden op weg is naar de realisatie van de margedoelstelling van 10% per eind 2018, **Amsterdam Commodities**, dat de vruchten plukt van de investeringen van voorgaande jaren en baat heeft bij een sterkere US dollarkoers en **Sif Group** dat zal profiteren van de toenemende investeringsvraag naar funderingen voor windparken in de Noordzee en mogelijke expansie in Japan;
- Voor vijf ondernemingen menen wij dat een winstverbetering van circa 5% haalbaar moet zijn. Het betreft **TKH Group** dat ook in 2017 nog stevig investeert in de vier kerntechnologieën en de zeven verticale groeimarkten, hetgeen impliceert dat de kost voor de baat uitgaat; **Aalberts Industries**, waar de omzet- en winstgroei volgend jaar enigszins wordt getemperd door de depreciatie van het pond sterling en meer uitdagende marktomstandigheden bij de werkmaatschappijen in de Verenigde Staten; **Flow Traders**, waarvan de winstontwikkeling feitelijk onvoorspelbaar is maar die als liquiditeitsverschaffer baat heeft bij de sterk groeiende markt van Exchange Traded Products (ETP's); **Koninklijke Brill** die als internationaal wetenschappelijk uitgever in een uitdagende markt actief is maar ruimte heeft om zich operationeel efficiënter te manifesteren; Tankopslagbedrijf **Vopak** zal naar verwachting wederom een *low single digit* groei kunnen doormaken;
- Voor onze deelneming in **Brunel International** gaan wij vooralsnog uit van een gelijke of licht hogere nettowinst. De onzekerheid met betrekking tot de vraag-aanbod verhoudingen in de energiesector noodzaken tot deze terughoudende stellingname. Wij zijn er echter van overtuigd dat Brunel niet zal tornen aan de hoge dividenduitkering van € 0,75 per aandeel, hetgeen gezien de hoge netto kaspositie van de onderneming en geen goodwill op de balans een veilige aannahme is. Tegen de huidige beurskoers van € 13,90 bedraagt het dividendrendement alsdan 5,4%.

De portefeuille van Add Value Fund combineert met bovenstaande structuur 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 dit segment van de markt goed in staat is om ook in een meer uitdagende macro economische en politieke marktomgeving uitstekend te presteren.

Voor 2017 gaan wij uit van een voortzetting van een enkelcijferige omzetgroei en een ruime dubbelcijferige 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 2017 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 13,8 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,2%.

Tegen de huidige aantrekkelijke beurswaarderingen, lage rente en overvloed aan liquiditeiten bij zowel strategische als financiële partijen sluiten wij een overname van een van onze of meerdere participaties niet uit.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 5 december 2016