

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2016

Inleiding

De maand september werd gekenmerkt door een gemengd koersbeeld. De AEX-Index daalde 0,5% naar 452,33, de Amsterdam Midkap Index klom 1,5% naar 655,26 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 3,4% toe op 837,90.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in september met 0,6% van € 41,85 naar € 42,11. Het totaal netto beleggingsresultaat over de eerste negen maanden van 2016 kwam daarmee op +8,8%.

Het fondsvermogen per 3 oktober 2016 bedraagt € 73,0 miljoen, waarvan een bedrag van € 71,1 miljoen is belegd in 16 Nederlandse top-bedrijven. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 2,5% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 oktober 2016 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 42,31
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 42,11
Fondsvermogen	€ 72.972.710
Aantal uitstaande aandelen	1.733.024

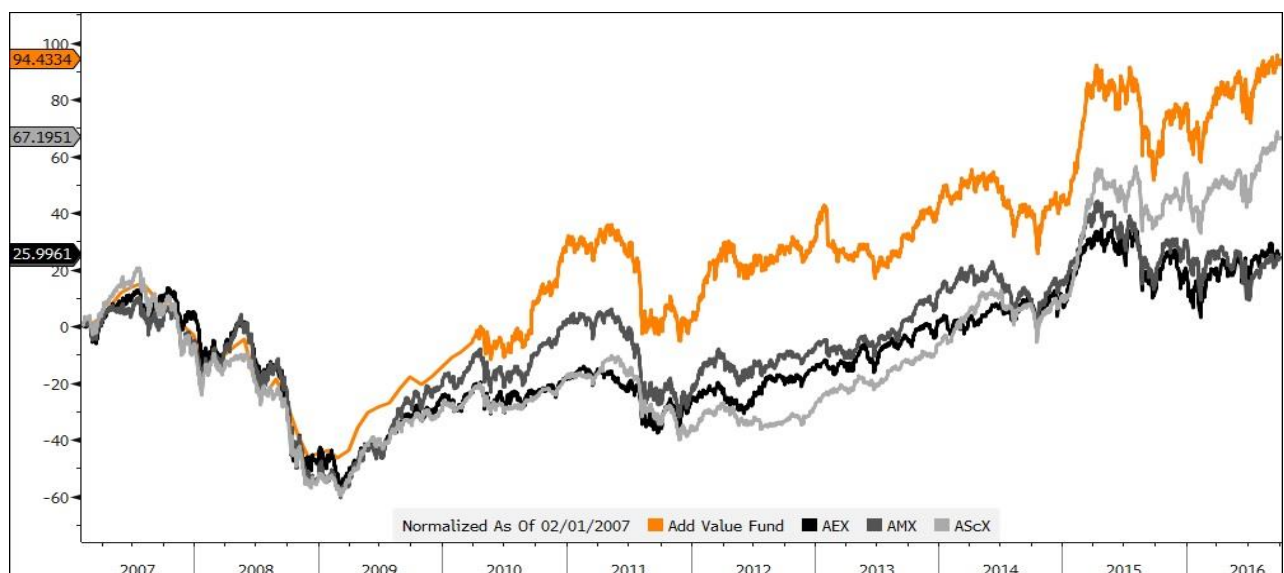
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+8,83	+94,43
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+5,90	+26,00
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-4,30	+24,61
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+8,38	+67,20

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/09/2016

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/09/2016)

Peildatum: 30/09/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+119,5	+26,2	+24,3	+8,4
2.	Koninklijke Vopak	+30,9	+6,8	+4,1	+2,8
3.	Hunter Douglas	+29,7	+29,7	+15,7	-4,9
4.	ASM International	+25,9	-7,5	+4,5	+6,7
5.	Kendrion	+25,3	+25,5	+17,1	+6,6
6.	Accell Group	+18,3	+21,0	+21,7	-1,9
7.	Aalberts Industries	+14,7	-0,5	+12,2	+1,0
8.	Neways Electronics Int.	+10,8	+21,7	+17,6	+2,0
9.	Acomo	+8,1	-6,4	+0,8	-5,1
10.	TKH Group	+7,5	-7,6	+14,4	+1,6
11.	Koninklijke Brill	+5,8	+1,0	+10,9	-3,8
12.	Nedap	+4,8	-7,7	+4,5	-2,0
13.	Brunel International	+2,8	-15,8	-5,7	-1,8
14.	Lucas Bols	-11,1	-11,1	-0,5	-1,5
15.	Flow Traders	-22,3	-33,6	-12,5	+2,2
16.	Sif Group	-,	-,	-5,7	-3,0

- In september realiseerden 8 van de 16 participaties (= 50%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 15 (exclusief Sif Group) participaties (= 87%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **ASM International** en **BE Semiconductor Industries** bovengemiddeld in de portefeuille. Beide ondernemingen profiteren van de aantrekkelijke markt van toeleveranties aan de halfgeleiderindustrie;
- **Acomo** en **Hunter Douglas** waren de *underperformers* in september. Voor de koersdaling van Acomo was geen specifieke verklaring; de koersreactie in Hunter Douglas volgde op een periode van sterke *outperformance* in de voorgaande maanden.

Mutaties in de portefeuille

In september hebben wij het belang in **Neways Electronics International** uitgebreid en vergroot tot 3,29% van het uitstaande aandelenkapitaal. Daarentegen hebben wij de positie in **BE Semiconductor Industries** licht teruggebracht na de sterke koersstijging van de laatste weken.

Bedrijfsnieuws

Wij waren aanwezig bij een bijeenkomst in het Experience Center van **TKH Group**, een internationaal opererende groep ondernemingen die zich heeft gespecialiseerd in het ontwikkelen en leveren van innovatieve Telecom-, bouw- en industriële oplossingen, in Amsterdam Zuidoost. De nadruk in de presentatie van CEO Alexander van der Lof lag op het groeipotentieel van de onderneming op middellange termijn, ruwweg de periode 2017 – 2020. Zoals vorige maand weergegeven in ons maandbericht, zal het lopende boekjaar naar verwachting worden afgesloten met een lager jaarresultaat met als verklaring de combinatie van enerzijds een tijdelijk terugvallende vraag naar bandenbouwmachines in China en anderzijds stijgende *capex* kosten die de voortgaande groei van TKH Group in de komende jaren moet faciliteren. Jaarlijks besteedt TKH circa 3,5% van de groepsomzet aan R&D. Hierbij wordt onverkort ingezet op de ontwikkeling van nieuwe innovatieve technologieën. De toepassing van vision technologie wordt daarbij steeds belangrijker. Zo zijn er bijvoorbeeld 36 camera's geïnstalleerd in de revolutionaire MAXX-

bandenbouwmachine die TKH-dochter VMI produceert. Weliswaar verkoopt VMI momenteel minder bandenbouwmachines in China, Van der Lof tekent daarbij aan dat de afzet buiten China, onder andere in Vietnam, Cambodja en Noord-Amerika, intussen verder stijgt. De recent aangekondigde raamovereenkomst met een van de Top-5 bandenproducenten versterkt de marktpositie van VMI in aanzienlijke mate, omdat deze grote speler in de toekomst nog uitsluitend de machines van VMI zal afnemen waardoor de concurrentie buitenspel wordt gezet. Ten aanzien van de vooruitzichten voor de bandenbouwmarkt werd voorts opgemerkt dat VMI een sterke progressie boekt in de deelmarkt van truckbanden, waar op termijn een extra omzet van € 20 – 30 miljoen wordt verwacht. De nieuwe generatie autobandenbouwmachines onder de naam UNIXX zal in eerste instantie een omzet gaan genereren van minimaal € 50 miljoen, vanaf 2019, en kan daarna doorgroeien tot een omvang van € 500 miljoen.

Naast bandenbouwmachines produceert VMI ook een medicijnenmachine, een zogenaamde 'blistering robot', die de verpakking van medicijnen automatiseert en de kans op foutieve dosering minimaliseert. VMI verwacht de kosten van de verpakkingen, de 'blisters', tot 70% te kunnen verlagen. Naar verwachting kan met deze machine op termijn een omzet van tenminste € 50 miljoen worden gerealiseerd. Eenzelfde omzetdoelstelling is realistisch voor glasvezel dat in servers wordt verwerkt en waar thans een omzet van € 5 miljoen wordt geboekt, maar waarvan de groei inmiddels sterk aantrekt.

Op de deelmarkt van Parkeersystemen is TKH eveneens succesvol; onder andere in Dubai, Melbourne, Berlijn en Fort Lauderdale zijn de afgelopen jaren meer dan 100.000 parkeersensoren en camera's verkocht, waarbij vaak lichtsystemen in het pakket zijn inbegrepen. De nieuwe CEDD-technologie (Contactless Energy & Data Distribution), gericht op vliegveldverlichting, wordt dit jaar uitvoerig getest en biedt uitzicht op een 10 tot 15% hogere bezetting van landings- en startbanen van grote internationale vliegvelden, waarbij de veiligheid toeneemt en de installatiekosten van het systeem relatief laag zijn. Naar verwachting in de loop van volgend jaar zullen de eerste projecten in dit marktsegment kunnen worden uitgevoerd.

Eenzelfde traject is aan de orde voor de subseakabels van TKH die met een lengte van 50 kilometer en een korte installatietijd op een grote vraag uit de offshore-markt kunnen rekenen. De speciaal hiervoor gebouwde fabriek in Lochem is toegerust om een omzet van € 100 miljoen te kunnen produceren. Tenslotte wees Van der Lof op de markt voor inspectiecamera's voor smartphones en -watches met momenteel een omvang van € 300 tot € 500 miljoen. Deze markt groeit met tientallen procenten per jaar en hier liggen goede mogelijkheden voor de specifieke technologie die TKH kan leveren.

Wij taxeren een winst per aandeel 2016 van € 2,20 (2015: € 2,40), waarmee de aandelen TKH Group bij de huidige beurskoers van € 36,- worden verhandeld tegen 16,4x de verwachte winst. Het verwachte dividendrendement bedraagt bij een uitkering van € 1,00 per aandeel (2015: € 1,10) ongeveer 2,8%. Het aandeel TKH Group noteert thans 4% onder de slotkoers van 2015 en 11% onder de topkoers van € 40,52 van 6 augustus 2015. Omdat wij gezien het hiervoor geschetste groeipotentieel onverminderd positief gestemd zijn ten aanzien van de Investment Case van TKH Group en voor zowel 2017 als 2018 een behoorlijke stijging van de winst per aandeel voorzien, handhaven wij de positie in het aandeel in de bovenste regionen van de portefeuille.

Het aandeleninkoopprogramma van **BE Semiconductor Industries** loopt ten einde. Per eind september had de onderneming uit Duiven die chipverpakkingsmachines levert aan de halfgeleiderindustrie, in totaal 950.331 eigen aandelen ingekocht tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 22,- per aandeel, met een tegenwaarde van ruim € 20,9 miljoen. Daarmee nadert dit programma, dat op 28 september 2015 startte, zijn einde omdat destijds werd bepaald dat maximaal 1 miljoen aandelen zouden worden ingekocht. Vanaf 17 februari jl. heeft BESI elke handelsdag telkens 3.500 eigen aandelen ingekocht. Wanneer de onderneming vasthoudt aan deze regelmatige inkoopstrategie, zal het programma over 15 handelsdagen zijn voltooid. BESI publiceert op donderdag 27 oktober de resultaten over het derde kwartaal 2016. Wij sluiten niet uit dat de onderneming dan weer een nieuw aandeleninkoopprogramma zal aankondigen, omdat het huidige bedrijfs- en verdienmodel er onveranderd in voorziet dat er ruime kasoverschotten worden gerealiseerd. Per eind juni 2016 bedroeg de netto kaspositie van BESI € 110,7 miljoen, ofwel € 2,95 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 31,25 wordt thans 22,3x de verwachte winst 2016 van € 1,40 (2015: € 1,27) per aandeel voor BESI betaald. Het dividendrendement bedraagt bij deze taxatie 4% uitgaande van een uitkering van € 1,25 per aandeel.

Voor collega-toeleverancier **ASM International** geldt eenzelfde verwachtingspatroon. Op 28 oktober 2015 kondigde ASMI aan een aandeleninkoopprogramma met een tegenwaarde van € 100 miljoen te gaan uitvoeren gedurende de periode 2015 – 2016. Per eind september was hiervan € 94,1 miljoen uitgevoerd, te weten 2.624.397 aandelen tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 35,87 per aandeel. Dit impliceert dat nog voor een bedrag van ruim € 5,8 miljoen kan worden ingekocht onder het lopende programma. Tegen de recente beurskoers van € 37,20 komt de beschikbare ruimte overeen met de terugkoop van ruim 157.000 aandelen. Anders dan BESI koopt ASMI niet volgens een vast stramien in, maar variëren de individuele aankopen. Zo werden bijvoorbeeld op donderdag 29 september jl. 49.000 aandelen ingekocht, de op twee na grootste individuele transactie in het huidige inkoopprogramma. ASMI publiceert op woensdag 26 oktober de cijfers over het derde kwartaal 2016. Wij sluiten niet uit dat ASMI bij deze gelegenheid nogmaals een aandeleninkoopprogramma zal aankondigen ofwel opteert om eenmalig een belastingvrije uitkering ten laste van de agioreserve te doen.

Per eind juni 2016 bedroeg de kaspositie van ASMI ruim € 370 miljoen, ofwel € 5,90 per aandeel. Wij taxeren een winst per aandeel 2016 van € 2,75 (2015: € 3,05) voor ASMI. Tegen de huidige beurskoers van € 37,20 wordt derhalve 13,5x de getaxeerde winst voor aandelen ASMI betaald en komt het dividendrendement naar verwachting op 1,9%.

Op vrijdag 30 september jl. hebben wij een belang van 3,29% in het uitstaande aandelenkapitaal van **Neways Electronics International**, actief in de EMS (Electronic Manufacturing Services)-markt, gemeld in het kader van de Wet Melding Zeggenschap. Na de overname van de Duitse BuS Group in 2014 is Neways opgeklommen tot de nummer vijf Electronic Manufacturing Service provider van Europa. Door deze overname heeft Neways een sterke marktpositie verworven in de snelgroeiende en aantrekkelijke Automotive sector. Neways is momenteel bij vrijwel alle Duitse E-car projecten betrokken. Daarnaast wint de onderneming marktaandeel door zich te transformeren van traditionele EMS-provider naar Life Cycle Manager. Door de beste Total Cost of Ownership is Neways nu technologiepartner bij de complete productenlevenscyclus. Het vorig jaar geïntroduceerde groepsbrede verbeterprogramma *'Up tot the next level'* is nu in volle gang en begint stap voor stap zijn vruchten af te werpen. Neways moet op termijn – net als in 2006 en 2007 toen EBIT-marges van 7% en meer werden gerealiseerd – weer in staat zijn om door de cycli heen EBIT-marges van 5% of meer te realiseren. In de eerste jaarhelft van 2016 behaalde Neways een EBIT-marge van 3,6%, een verbetering van 0,5%-punt ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar en de hoogste marge in de afgelopen tien jaar. De sleutel van het toekomstig succes ligt bij het goed uitvoeren van de verschillende verbeterprogramma's op het gebied van inkoop en logistiek, maar ook bij de juiste implementatie van het nieuwe ERP-softwarestelsel. Met name de inkoop en het terugbrengen van het aantal toeleveranciers is cruciaal in dit proces. Neways moet in staat zijn om op termijn een kostenbesparing te realiseren van circa € 6 miljoen door een verbeterde inkoop van materialen en componenten. Dat is bijna twee keer de jaarwinst van 2015.

Door positieve EMS-trends, zoals de toename van het Life Cycle Management en elektronica in Automotive, en een stabiel en evenwichtig gespreid orderboek met betere lange termijn zichtbaarheid moet Neways in staat zijn om zowel dit jaar (omzet naar verwachting € 390 miljoen) als volgend jaar een autonome omzetgroei van circa 5% te realiseren (H1 2016: +4,7%). Als dit scenario zich voltrekt zal Neways volgend jaar voor het eerst in haar bestaan de omzetgrens van € 400 miljoen doorbreken. Als de EBIT-marge de opgaande lijn voortzet richting de 5% dan zal het bedrijfsresultaat in 2018 uitkomen op ruim € 20 miljoen. Na aftrek van rente en belasting komt de nettowinst alsdan uit op circa € 15 miljoen, oftewel circa € 1,30 per aandeel.

Op basis van de gemiddelde koers/winstverhouding van de Amerikaanse *peer group* van 11,5 zou een koersdoel van € 15,- gerechtvaardigd zijn. Deze beurskoers bereikte Neways ook al eens tijdens het recordjaar 2007 (nettowinst: € 14,5 miljoen). Vanaf de huidige beurskoers van € 9,40 betekent dit een opwaarts koerspotentieel van bijna 60%. De orderportefeuille bevindt zich momenteel op een relatief hoog niveau vergeleken met dezelfde periode vorig jaar. Op basis hiervan verwacht Neways ten opzichte van 2015 voor het gehele jaar 2016 een hogere netto omzet en bedrijfsresultaat te realiseren. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 0,75 (2015: € 0,54).

Tegen de huidige beurskoers van € 9,40 wordt daarmee 12,5x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Neways betaald. Het dividendrendement komt op 3,2% uitgaande van een veronderstelde pay-out ratio van 40%.

Op 22 september jl. waren wij aanwezig bij de opening van het gloednieuwe Experience Center 'De Fietser' in Ede van fietsproducent **Accell Group**. Op 9.000 m² zijn de merken Batavus, KOGA, Sparta, Loekie, Juncker Bike Parts, Van Nicholas, Ghost en Haibike vertegenwoordigd. Het monumentale pand in Ede is voorzien van meer dan 400 beacons, die de bezoekers via hun smartphone herkennen en ze feilloos begeleiden in hun route door De Fietser. Een beacon is een klein apparaat dat door middel van bluetooth-technologie signalen kan opvangen van en verzenden naar een smartphone. De Fietser App die hiervoor speciaal is gebouwd, is onmisbaar in het bezoek aan De Fietser en zorgt voor de complete *omnichannel* beleving.

In De Fietser wordt ieder merk gepresenteerd in een eigen wereld. Het Experience Center heeft verder een compact museum over de historie van fietsen in Nederland, een e-bike informatieplein, een restaurant en een indoor testbaan van bijna een halve kilometer lang. Op de testbaan is het mogelijk om verschillende fietsen te testen en informatie over deze fietsen te ontvangen. De Fietser is gevestigd in de Rijksmonumentale Westhal, onderdeel van de ENKA-fabriek die in 2002 haar deuren sloot. Het gebouw is door BOEi energieneutraal gerestaureerd, waarbij het karakter van het monument is behouden. De Fietser is daarnaast aangesloten op een centrale voor bio-energie in Ede. De hal van 9.000 m² wordt verwarmd met biomassa, waardoor er geen uitstoot van CO₂ is. Daarnaast is het dak van de Westhal voorzien van bijna 1.700 zonnepanelen met een opwekkingspotentieel groter dan de verwachte elektriciteitsvraag van het complex. Hiermee wordt extra opwekkingscapaciteit gerealiseerd voor 50 omliggende huizen.

De opening van De Fietser was lange tijd onzeker omdat op zondag in Ede geen winkels geopend mogen zijn. Maar in juni vorig jaar kreeg Accell toestemming om de plannen door te zetten. Uiteindelijk heeft de opening ruim een jaar later dan de oorspronkelijke planning plaatsgevonden. Medio november wordt het Experience Center geopend voor consumenten. Accell Group verwacht jaarlijks 40.000 tot 80.000 bezoekers te mogen verwelkomen. Het management benadrukt dat Accell de fietsen via de vakhandel blijft leveren en dus geen directe verkopen op het Experience Center zal entameren. Omdat het koopgedrag van de consument anno 2016 eruit bestaat dat alles online wordt opgezocht en dat productvergelijking aan de orde van de dag is, faciliteert 'De Fietser' een test- en belevingsomgeving waar de consument uiteindelijk een definitieve beslissing kan nemen. Mede gezien het gunstige najaarsweer verwachten wij dat Accell Group een verdere stijging van de jaarwinst zal kunnen realiseren. Wij taxeren voor 2016 een winst per aandeel van € 1,55 (2014: € 1,29) en een keuzedividend van € 0,78 (2015: € 0,72) per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 23,10 komt de K/W-multiple op 14,9x en bedraagt het dividendrendement 3,4%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 3 oktober 2016 betreffen:

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

Vooruitzichten

Het huidige marktbeeld wordt gekarakteriseerd door geleidelijk stijgende beurskoersen bij overigens bescheiden omzetten. Zoals blijkt uit de in de achterliggende periode gepresenteerde halfjaarcijfers van de ondernemingen in de portefeuille, is het fundament voor een gunstige omzet- en winstontwikkeling in 2016/17 zeker positief. Wel moet de komende periode rekening worden gehouden met een toenemende onzekerheid bij beleggers voortkomend uit de zwakte van het Britse pond sterling en de naderende verkiezingsstrijd in de Verenigde Staten.

De portefeuille van Add Value Fund combineert een op winstgroei en waardecreatie gerichte selectie van internationaal vooraanstaande kwaliteitsondernemingen – veelal Europees of wereldmarktleider in structurele groei- en/of nichemarkten – met een aantrekkelijk en duurzaam dividend. Wij menen dat dit segment van de markt goed in staat is om ook in een meer uitdagende macro economische en politieke marktomgeving uitstekend te presteren.

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 15,5 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,5%.

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

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 10 oktober 2016

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen