

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2015

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt eindigde het volatiele beursjaar in stijl. De AEX-index verloor in december 5,9% op 441,82, terwijl de Amsterdam Midkap nagenoeg onveranderd sloot op 698,03 en de Amsterdam SmallCap Index 3,8% steeg naar 796,17.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in december met 0,7% van € 39,71 naar € 39,43. Het netto totaalrendement (koerswinst + dividend) over het beursjaar 2015 bedraagt daarmee +22,0%.

Het fondsvermogen per 4 januari 2016 bedraagt € 66,9 miljoen, waarvan een bedrag van € 65,9 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 1,6% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 4 januari 2016 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 39,63
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 39,43
Fondsvermogen	€ 66.911.401
Aantal uitstaande aandelen	1.696.817

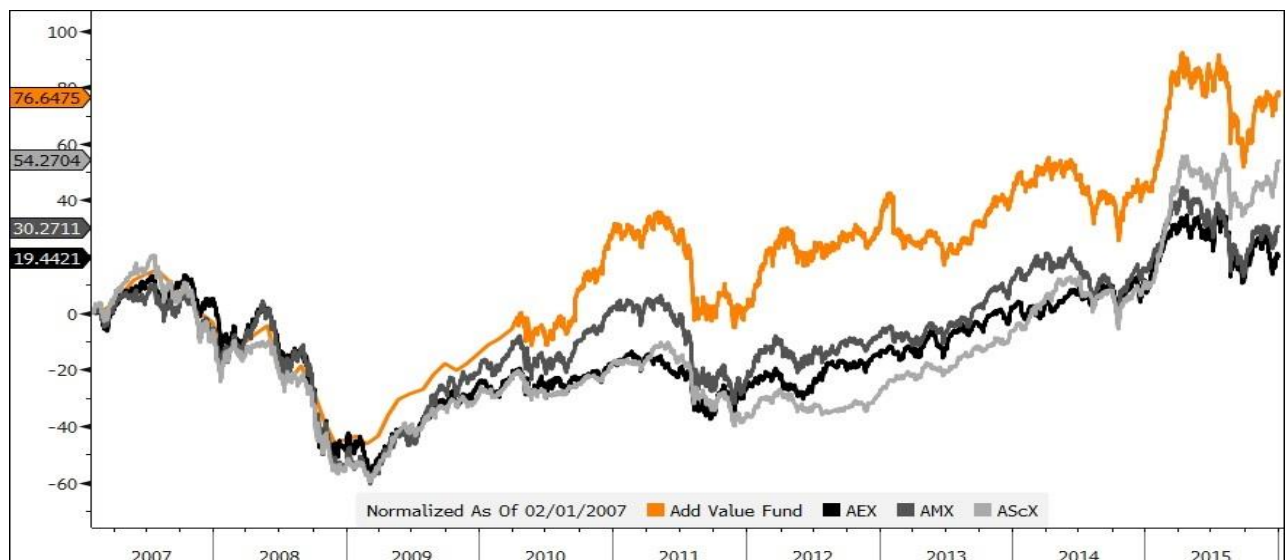
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	Cum.
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+73,72
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+19,44
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+30,27
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+54,27

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/12/2015

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/12/2015)

Peildatum: 31/12/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Accell Group	+54,9	+26,5	+10,1	+4,3
2.	TKH Group	+42,0	-0,4	+15,7	+6,1
3.	Aalberts Industries	+29,6	+19,3	+20,1	+1,7
4.	Brunel International	+23,5	-5,6	+10,9	-3,1
5.	Acomo	+22,0	+2,2	+13,2	+4,5
6.	Nedap	+15,0	-3,0	+7,6	-1,8
7.	Kendrion	+12,1	-7,5	+11,7	+4,9
8.	Hunter Douglas	+5,0	-9,5	-4,7	-6,2
9.	ASM International	+3,0	-12,8	+25,0	-4,5
10.	Neways Electronics Int.	+2,7	-12,7	-3,8	-3,5
11.	BE Semiconductor Ind.	+0,2	-25,7	+34,0	-9,2
12.	Koninklijke Vopak	-7,9	-12,4	+11,2	-3,4
13.	Koninklijke Brill	-9,2	-6,9	-3,1	-0,8
14.	Lucas Bols	.-	+28,9	+23,9	+4,0
15.	Flow Traders	.-	.-	+30,0	+6,2

- In december realiseerden 7 van de 15 deelnemingen (= 47%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 11 van de 13 (exclusief Lucas Bols en Flow Traders) ondernemingen (= 85%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Flow Traders** en **TKH Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Flow Traders rapporteerde in november uitstekende cijfers over de eerste drie kwartalen van 2015, waarna analisten hun taxaties en koersdoelen verhoogden. De beurskoers van TKH Group toonde een technisch koersherstel na een relatief zwakke performance gedurende de zomermaanden;
- **BE Semiconductor Industries** presteerde in december benedengemiddeld. Deze underperformance volgde op een krachtig koersherstel in het voorgaande kwartaal.

Mutaties in de portefeuille

In december hebben wij de belangen in **Brunel International**, **Hunter Douglas**, **Lucas Bols**, **Neways Electronics International** en **Koninklijke Vopak** uitgebreid. Wij verkochten de restantpositie in **Koninklijke TenCate** omdat wij het koerspotentieel op korte termijn niet vinden opwegen tegen het potentiële risico van het afketsen van de voorgenomen overname door het investeringsconsortium onder leiding van Gilde Buy Out Partners.

Bedrijfsnieuws

Neways Electronics International, actief in de markt van Electronic Manufacturing Services (EMS), berichtte dat het de bedrijfsactiviteiten van dochteronderneming Neways Micro Electronics (NME) in Echt en China zal heralloceren. Tevens heeft Neways, in het verlengde van het verbeterprogramma dat medio 2015 is geïntroduceerd, besloten een wijziging door te voeren in de organisatie van de werkmaatschappij Neways Cable & Wire Solutions (NCWS). NME is gespecialiseerd in de ontwikkeling en productie van hybride micro-elektronica en het assembleren en testen van klant specifieke modules. De omzetontwikkeling van de NME-activiteiten voldoet niet aan de verwachtingen. Na een automatiseringsslag zullen de activiteiten grotendeels worden overgeheveld naar de vestiging van Neways Micro Electronics in Echt, de overige activiteiten zullen door Neways Wuxi Electronics in China worden overgenomen. De herallocatie van de Neways Micro Electronics activiteiten in China treft 65 medewerkers. Neways streeft ernaar gedeeltelijke werkgelegenheid te behouden door overplaatsing van arbeid naar Neways Wuxi Electronics. De

organisatie van NCWS, de werkmaatschappij die kwalitatief hoogwaardige kabelsystemen voor professionele toepassingen ontwikkelt, produceert en levert, zal effectiever worden ingericht. Rekening houdend met de huidige omzetontwikkeling en een efficiëntere organisatie zullen begin 2016 circa 15 arbeidsplaatsen komen te vervallen. De eenmalige voorziening die getroffen dient te worden, bedraagt circa € 2,6 miljoen. Het besluit om de bedrijfsactiviteiten van NME en NCWS anders in te richten zal positief bijdragen aan de efficiëntie van de Neways organisatie en aan structurele kostenbesparingen. Gebaseerd op de huidige inzichten en ervan uitgaande dat er geen grote voorraadcorrecties plaatsvinden bij klanten in de komende maanden, verwachtte het management eind november een omzet in de tweede jaarhelft te realiseren die zich stabiliseert ten opzichte van die in de eerste zes maanden. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel (exclusief bijzondere lasten) van circa € 0,70 voor het lopende jaar (2014: € 0,63), waarbij de verbetering naar verwachting voortkomt uit een lagere belastingdruk. Deze taxatie is exclusief de buitengewone last van circa € 2,6 miljoen, ofwel € 0,23 per aandeel. Voor 2016 handhaven wij onze conservatieve taxatie van een winst per aandeel van € 0,95. Tegen de huidige beurskoers van € 7,40 wordt daarmee 7,8x de verwachte winst 2016 voor de aandelen Neways Electronics International betaald.

Tankopslagbedrijf **Koninklijke Vopak** meldde de verkoop van alle Britse activiteiten aan Macquarie Capital and Greenergy voor een bedrag van GBP 335 miljoen (€ 456 miljoen), waarbij een boekwinst van GBP 200 miljoen (€ 272 miljoen) zal worden geboekt. De transactie zal naar verwachting aan het einde van het eerste kwartaal van 2016 worden afgerond. Volgens analisten ligt de verkoopprijs ruim boven eerdere taxaties. De schattingen van de EBITDA van de Britse terminals variëren nogal; gemiddeld wordt uitgegaan van een exit multiple EV/EBITDA van 14x. Het aandeel Vopak noteert thans tegen een getaxeerde EV/EBITDA 2015 van slechts 8,5x. Als gevolg van de transactie verbetert de balanspositie van Vopak aanzienlijk, waardoor het perspectief ontstaat van een hogere dividenduitkering over het komende boekjaar. Eerder rapporteerde Vopak solide cijfers over de eerste negen maanden van 2015. Zowel de omzet als de EBIT nam met 5% toe tot respectievelijk € 1.035,6 miljoen (negen maanden 2014: € 984,8 miljoen) en € 412,2 miljoen (negen maanden 2014: € 392,8 miljoen). Het marktbeeld in het derde kwartaal was er een van aanhoudende zwakke economische groei in de ontwikkelde westerse economieën, terwijl de dynamiek in de *emerging markets* verder afnam en de *contango* in de olie spotmarkt aanhield. In deze marktomgeving slaagde Vopak erin de bezettingsgraad van de terminals te verhogen naar gemiddeld 93%. Deze prestatie weerspiegelt een gezonde vraag naar opslagcapaciteit, niettegenstaande het feit dat zich uitdagende economische en zakelijke ontwikkelingen aandienen bij specifieke terminals in China en Singapore. In Q3 2015 lag het resultaat iets lager dan in de voorgaande twee kwartalen vanwege de desinvesteringen in H1 2015 en de eerste nog negatieve bijdrage van in gebruik genomen nieuwe terminals. Het management voorspelt een EBITDA voor Q4 2015 op het niveau van Q3 2015 van € 194 miljoen. Wij taxeren een winst per aandeel 2015 van € 2,40 (2014: € 2,25) en van € 2,60 voor 2016, exclusief de boekwinst van € 2,13 per aandeel. De aandelen Vopak worden tegen de huidige beurskoers van € 39,70 gewaardeerd op 15,3X de getaxeerde winst 2016. Bij een pay-out ratio van 42% komt het verwachte dividendrendement op 2,8%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 4 januari 2016 betreffen:

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

Vooruitzichten

Na de tevredenstellende performance over 2015 kijken wij met vertrouwen uit naar het komende jaar.

De portefeuille van Add Value Fund combineert een op winstgroei en waardecreatie gerichte selectie van internationaal vooraanstaande kwaliteitsondernemingen – veelal Europees of wereldmarktleider in structurele groei- en/of nichemarkten – met tevens een aantrekkelijk en duurzaam dividend. Dit vertaalt zich momenteel naar uiterst aantrekkelijke waarderingen en aanvangsrendementen.

Voor 2016 gaan wij uit van een voortzetting van de autonome omzet- en winstgroei bij onze participaties. Daarnaast zijn er volop mogelijkheden om via acquisities deze groei te versterken.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2016 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 13,2 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 januari 2016

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen