

MAANDBERICHT OVER JANUARI 2015

Inleiding

Het beursjaar 2015 kende een sterke start, mede gedreven door het extra stimulerende QE-programma van de ECB. De AEX-index steeg 6,1% naar 450,39, terwijl de Amsterdam Midkap Index 5,2% klom naar 669,43 en de Amsterdam SmallCap Index 4,0% toevoegde op 621,76.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in januari met 5,1% van € 32,98 naar € 34,66.

Het fondsvermogen per 2 februari 2015 bedraagt € 59,6 miljoen, terwijl een bedrag van € 61,9 miljoen is belegd in 12 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 4,0% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 februari 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 34,49
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 34,66
Fondsvermogen	€ 59.575.088
Aantal uitstaande aandelen	1.718.656

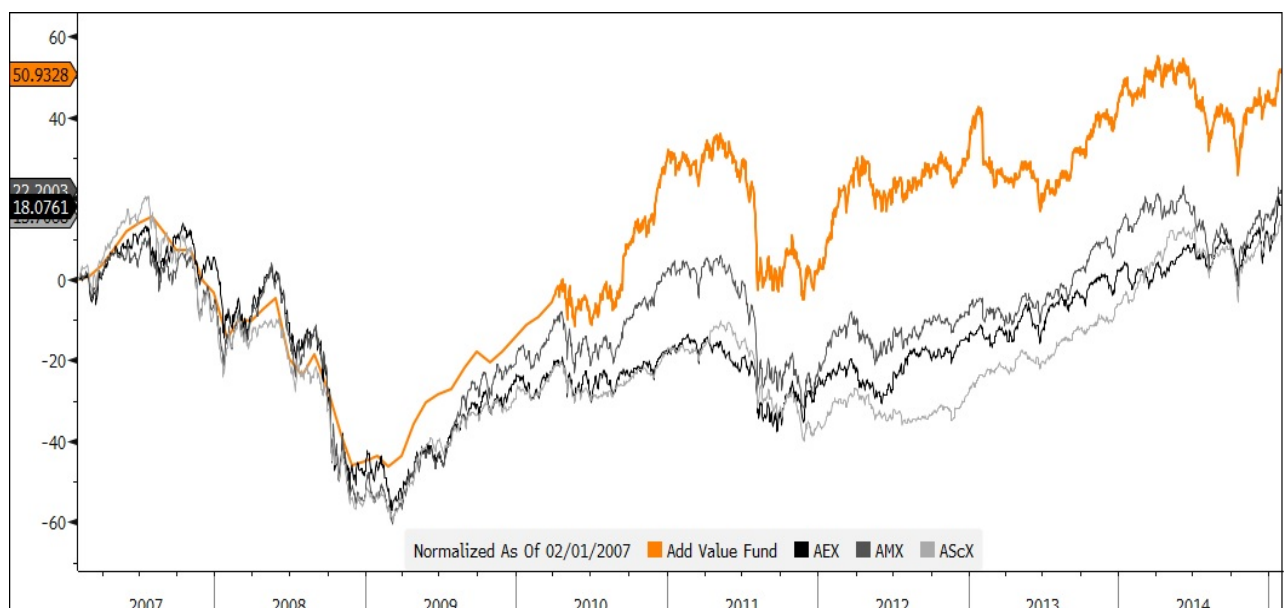
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en is uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+5,09	+51,44
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+6,14	+18,08
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+5,19	+22,20
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+4,00	+15,71

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/01/2015

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/01/2015)

Peildatum: 30/01/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+109,5	+45,1	+19,3	-2,3
2.	ASM International	+46,3	+27,9	+13,9	+3,6
3.	Acomo	+30,6	+24,4	+18,0	+11,2
4.	Koninklijke Brill	+13,4	+3,9	+4,7	-0,3
5.	Neways Electronics	+13,3	-19,2	-6,4	+2,8
6.	Aalberts Industries	+10,4	+12,3	+20,5	+4,4
7.	TKH Group	+8,3	+17,5	+14,2	+4,8
8.	Hunter Douglas	+5,8	+6,6	+8,0	+3,7
9.	Kendrion	+3,5	+4,4	+9,4	+12,6
10.	Nedap	-8,2	-3,2	+2,7	+6,2
11.	Koninklijke TenCate	-17,1	+2,1	+9,6	+5,4
12.	Brunel International	-33,9	-26,4	-19,5	+6,1

- In januari realiseerden 10 van de 12 deelnemingen (= 83%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 9 van de 12 ondernemingen (= 75%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Acomo** en **Kendrion** bovengemiddeld in de portefeuille. Dit reflecteert de toegenomen belangstelling van beleggers voor succesvolle internationale *niche players*;
- De koers van **BE Semiconductor Industries** (BESI) verloor licht terrein. Dit was het gevolg van de onverwachte revaluatie van de Zwitserse frank ten opzichte van de euro. BESI heeft een productiefaciliteit voor epoxy, flip chip en die bonding systemen in Cham, Zwitserland.

Mutaties in de portefeuille

In januari hebben wij deels winstgenomen op de grote positie in **ASM International**. Het belang in **Kendrion** werd op een aantrekkelijk koersniveau verder uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** meldde in januari de opening van een Amerikaans verkoopkantoor in New York voor de marktgroep Retail. De opening maakt deel uit van een uitbreidingsplan op lange termijn dat is opgesteld om Nedap dicht bij haar Amerikaanse eindklanten te brengen. De opening van het kantoor is de eerste stap in de richting van een volledig Amerikaans hoofdkantoor voor de marktgroep Retail. Het hoofdkantoor zal later de afdelingen verkoop, engineering en marketing omvatten, alsmede een opleidingscentrum om lokale partners optimale ondersteuning aan te kunnen bieden. Het is voor Nedap van essentieel belang om dicht bij de markt en haar business partners te zitten, om zo echt een verschil te kunnen maken in de Amerikaanse retailsector. Na een aantal jaren van voortdurende groei in Amerika, heeft Nedap in 2013 besloten een logistiek centrum op te zetten in Boston, naast de bestaande centra in Europa en Azië. Dit Amerikaanse kantoor is de volgende belangrijke mijlpaal in Nedap's toetreding tot de Amerikaanse markt. Het portfolio van Nedap voor de Amerikaanse detailhandel omvat diefstalpreventie- en voorraadbeheeroplossingen. De oplossingen bieden retailers een optimale artikelbeschikbaarheid in de winkels aan en verminderen het verlies door klantendiefstal, interne fraude en administratieve fouten. Nedap ontwikkelt hard- en software voor elektronische artikelbeveiliging (EAS) op basis van RF- en RFID, RFID-gebaseerd voorraadbeheer, klantentelling en toegangscontrole. Alle toepassingen van Nedap kunnen op afstand worden beheerd en gemonitord. Deze functies geven retailers meer inzicht en controle op hoofdkantoorniveau.

Wij taxeren een winst per aandeel 2014 van circa € 1,85 (2013: € 1,46) en een dividend van circa € 1,40 per aandeel (2013: € 1,10). Tegen de huidige beurskoers van € 28,50 wordt daarmee 15,4 maal de verwachte winst per aandeel Nedap betaald en komt het dividendrendement op 4,9%.

Aalberts Industries (Industrial Services en Flow Control) meldde de desinvestering van twee activiteiten, te weten Clesse Industries, actief in Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk, Brazilië en Italië, en Broen LAB Systems, gevestigd in Denemarken. Beide bedrijven hebben een gecombineerde jaaromzet van circa € 45 miljoen. Aalberts Industries streeft naar een vergrote focus op specifieke business segmenten, markten en kerntechnologieën, waar een leidende marktpositie in combinatie met een duurzame winstgroei kan worden veroverd. Onderdeel van deze strategie is de verkoop van niet-kernactiviteiten. De opbrengst van de verkoop wordt aangewend voor de versterking van bestaande marktposities en -operaties. De verkoop komt ruwweg overeen met een afname van de groepsomzet van ruim 2%. Gezien de geringe invloed op het totale concern zien wij geen aanleiding onze taxaties aan te passen. Tegen de huidige beurskoers van € 25,50 wordt ruim 14x de getaxeerde winst 2015 van € 1,78 voor de aandelen Aalberts Industries betaald. Het getaxeerde dividendrendement (35% pay-out ratio) bedraagt 2,4%.

In de portefeuille van het Add Value Fund is met name één deelneming gevoelig voor de plotselinge opwaardering van de Zwitserse frank ten opzichte van de euro, te weten **BE Semiconductor Industries (BESI)**. Deze toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie verkoopt haar back-end machines hoofdzakelijk in dollars en dollargerelateerde valuta's, maar kent aan de kostenkant voor ongeveer 26% een *exposure* naar de Zwitserse frank. Het betreft hier behalve kosten voor afschrijving en marketing, met name loonkosten voor researchmedewerkers. Wij taxeren op basis van de gegevens in het jaarverslag 2013 dat de revaluatie van de Zwitserse frank van per saldo ongeveer 14% BESI op jaarbasis met ongeveer € 3 miljoen hogere kosten opzadelt. Omdat er ook compensabele verliezen in Zwitserse frank aanwezig zijn met een tegenwaarde van € 79,6 miljoen per ultimo 2013 en verrekenbaar tot eind 2016, zal het effect op de nettowinst van BESI uiteindelijk beperkt zijn. Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2015 van € 1,80 naar € 1,75 (2014tax: € 1,60) en van het dividend per aandeel 2015 van € 1,44 naar € 1,40 (2014tax: € 1,28), uitgaande van een onveranderde pay-out ratio van 80%. Tegen de huidige beurskoers van € 18,- wordt slechts 10,3 maal de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen BESI betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 7,8%.

Koninklijke TenCate, toonaangevend wereldwijd producent van composietmaterialen, geotextiel en kunstgras, heeft overeenstemming bereikt met Platinum Equity, een Amerikaans private equity fonds, over de verkoop van TenCate Enbi. De verwachting is gerechtvaardigd dat de transactie in de eerste helft van 2015 volledig zal zijn afgerond. De desinvestering zal plaatsvinden tegen ongeveer de boekwaarde. Verdere financiële details werden niet verstrekt. De desinvestering vormt de afronding van de Fix-it/Exit-strategie, waarmee voor TenCate als materiaaltechnologieconcern focus is gerealiseerd op het terrein van technisch textiel. TenCate Enbi is toeleverancier van componenten en materialen aan leidende ondernemingen (*original equipment manufacturers*) binnen voornamelijk de printer- en copiermarkt. TenCate Enbi heeft productievestigingen in Duitsland, Hongarije, de Verenigde Staten en China. Naar onze schatting heeft TenCate Enbi een jaarlijkse omzet van circa € 55 miljoen en is het niet of nauwelijks winstgevend geweest de afgelopen jaren. De verkoop zal de balansverhoudingen van TenCate ten goede komen. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van Koninklijke TenCate op circa € 1,00 (2013: € 0,72).

Tegen de huidige beurskoers van € 19,90 wordt daarmee 19,9 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen TenCate betaald. Gezien de goede perspectieven voor een solide opbrengsten- en winstgroei in de komende jaren, voorzien wij op termijn een terugkeer naar de topwinsten van 2010 en 2011, toen circa € 2,00 per aandeel werd verdiend. TenCate Advanced Composites speelt in dit perspectief een leidende rol, gezien haar toonaangevende positie in de markt. Het herstel van de omzet in het hoog renderende Defender M vlamwerende textiel, alsmede een geleidelijk herstel in de Geosynthetics- en kunstgrasdivisie moeten dit jaar tot een winst per aandeel van tenminste € 1,50 kunnen leiden.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 februari 2015 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	12,2%
Hunter Douglas	11,7%
TKH Group	10,9%
Nedap	10,7%
Kendrion	10,2%
Aalberts Industries	10,1%
BE Semiconductor Industries	9,9%
Acomo	9,8%
Brunel International	6,7%
Koninklijke TenCate	5,6%
Overige 2 deelnemingen	6,2%
Totaal	104,0%

Vooruitzichten

Na de goede start van het beleggingsjaar 2015 in januari, lijkt de gunstige trend zich voort te zetten in februari. De rente neigt verder te dalen, waardoor er veel liquiditeit beschikbaar is voor belegging in goed gepositioneerde ondernemingen met een superieur dividendrendement. De succesvolle beursgang van "dividendaandeel" Lucas Bols op beursplein 5 bevestigt dit beeld. In het eerstvolgende maandbericht zullen wij dieper ingaan waarom wij een belang hebben genomen in deze 440 jaar oude oer-Hollandse drankenproducent.

Ook van de zijde van buitenlandse beleggers is hernieuwde belangstelling zichtbaar, nu de euro ten opzichte van concurrerende valuta (US dollar, Zwitserse frank, Pond Sterling) aan attractie heeft gewonnen. Wij houden voorts rekening met positieve jaarcijfers van onze deelnemingen over 2014 en meevallende cijfers over het eerste kwartaal 2015, deels omdat de cijfers over het vergelijkbare eerste kwartaal 2014 verhoudingsgewijs zwak waren.

Voor geheel 2015 voorzien wij een ruime dubbelcijferige gemiddelde winstgroei in onze portefeuille, waarbij het effect van mogelijk omzet- en winstverhogende acquisities nog niet is inbegrepen.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2015 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 13,2 maal en een bruto dividendrendement van ruim 4,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 4 februari 2015

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen