

MAANDBERICHT OVER JUNI 2015

Inleiding

Onder invloed van de Griekse crisis verloor de Nederlandse aandelenmarkt in juni terrein. De AEX-index daalde met 4,2% naar 472,58, de Amsterdam Midkap Index verloor 6,2% op 707,94 en de Amsterdam SmallCap Index leverde 2,8% in op 765,94.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juni met 1,1% van € 40,91 naar € 40,44. Het netto totaalrendement over het eerste halfjaar van 2015 bedraagt daarmee +25,0%.

Het fondsvermogen per 1 juli 2015 bedraagt € 64,7 miljoen, terwijl een bedrag van € 63,8 miljoen is belegd in 14 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 1,5% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 juli 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 40,64
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 40,44
Fondsvermogen	€ 64.744.572
Aantal uitstaande aandelen	1.601.117

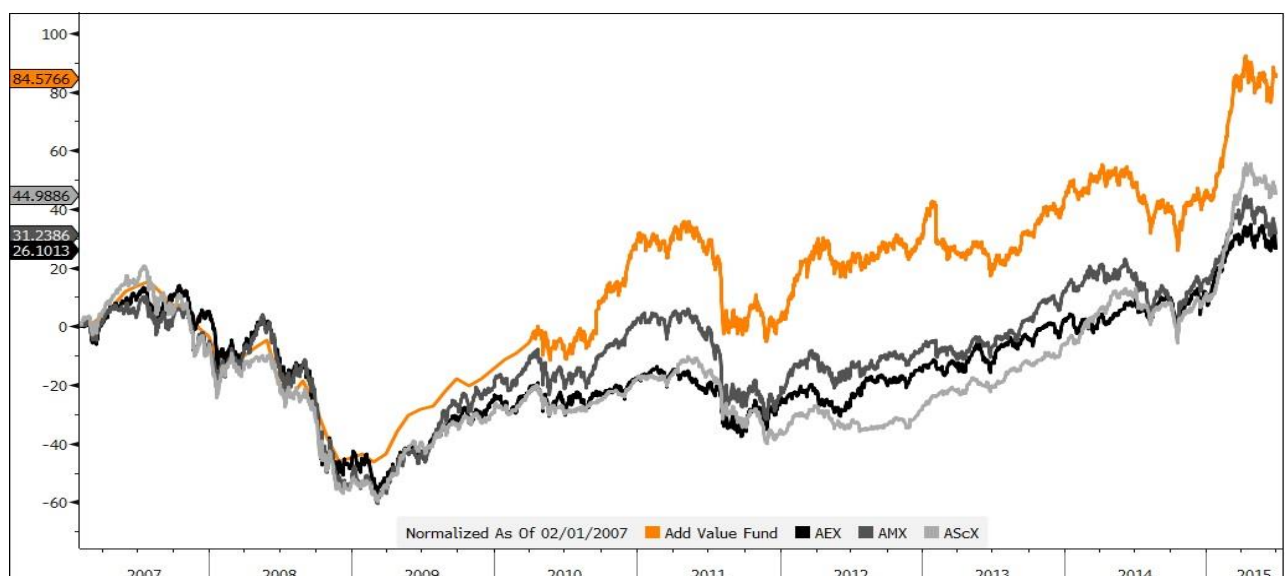
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+25,05	+77,78
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+13,35	+26,10
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,97	+31,24
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+30,32	+44,99

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/06/2015

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/06/2015)

Peildatum: 30/06/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+92,9	+34,7	-16,4	+0,8
2.	TKH Group	+50,9	+42,5	+14,0	+7,7
3.	ASM International	+36,8	+18,1	-3,7	-7,0
4.	Acomo	+34,2	+19,4	-10,3	-6,9
5.	Accell Group	+18,3	+22,4	-3,8	-0,1
6.	Hunter Douglas	+14,3	+16,0	+4,7	-5,9
7.	Aalberts Industries	+11,7	+8,6	-9,0	-5,4
8.	Nedap	+5,7	+18,6	-5,4	-1,5
9.	Kendrion	+3,4	+21,2	-9,6	-4,3
10.	Koninklijke Brill	+0,6	-2,5	-2,4	0,0
11.	Neways Electronics Int.	-4,5	+17,7	-13,7	-1,3
12.	Koninklijke TenCate	-5,4	-1,0	-12,1	-6,9
13.	Brunel International	-16,5	+30,8	0,0	+4,6
14.	Lucas Bols	-	-	-3,2	-2,8

- In mei realiseerden 3 van de 14 deelnemingen (= 21%) een positieve koersperformance. Eén deelneming, **Hunter Douglas**, keerde in juni dividend uit. Op een 12-maands basis noteren 10 van de 13 (exclusief Lucas Bols) ondernemingen (= 77%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerde **TKH Group** wederom bovengemiddeld in de portefeuille. Het heeft er alle schijn van dat een of meer institutionele beleggers een belang in TKH aan het opbouwen zijn;
- **ASM International** was in juni een *underperformer*. Er lijken geen bijzondere oorzaken aan de koersdaling ten grondslag te liggen. Wij houden rekening met een nieuw aandeleninkoopprogramma en/of een extra dividend in de vorm van een belastingvrije agiobonus in de tweede helft 2015.

Mutaties in de portefeuille

In juni vonden geen mutaties plaats.

Bedrijfsnieuws

Technologiebedrijf **Nedap** heeft besloten tot uitbesteding van de productie- en logistieke activiteiten. In lijn met de strategie om zich te concentreren op activiteiten met een hogere toegevoegde waarde gaat Nedap het grootste deel van zijn productie- en logistieke activiteiten uitbesteden en de eigen productiecapaciteit afbouwen. De directie van Nedap is tot deze beslissing gekomen na een zorgvuldige strategische en financiële afweging van de verschillende opties. Hieruit is gebleken dat deze stap leidt tot meer flexibiliteit, inkoopvoordelen, verlaging van de productiekosten en een lager kapitaalsbeslag. Om de kwaliteit en leverbetrouwbaarheid te garanderen, wordt de transitie gefaseerd doorgevoerd. De markten waarin Nedap opereert zijn de afgelopen jaren steeds internationaler geworden. Daardoor zijn de commerciële mogelijkheden sterk toegenomen, maar neemt ook de concurrentie toe. Om succesvol te blijven, concentreert Nedap zijn energie en aandacht op de activiteiten waarmee de marktgroepen zich onderscheiden. Nedap kiest er dan ook voor om zich zo veel mogelijk te richten op het ontwikkelen en vermarkten van proposities waar markten mee in beweging worden gebracht. Hierbij zijn niet schaalgrootte maar wendbaarheid, snelheid en ondernemerschap bepalend voor het succes. Bij het produceren van componenten, het assembleren van producten, het inkopen van onderdelen en het verzorgen van logistiek wordt schaalgrootte steeds belangrijker om concurrerend te kunnen opereren. Daarom heeft Nedap besloten om meer gebruik te maken van de voordelen die gespecialiseerde productie- en logistieke bedrijven bieden en zijn eigen productieactiviteiten af te bouwen. De uitvoering van dit besluit zal ruim twee jaar in beslag nemen. Productiebedrijf Inventi in Neede (een 100%-dochteronderneming van Nedap) wordt gefaseerd afgebouwd en uiteindelijk gesloten. Ook de productie in de hoofdvestiging in Groenlo neemt in omvang

af. De komende jaren gaan door de transitie naar verwachting circa 65 vaste arbeidsplaatsen verloren. Het exacte aantal hangt af van het aantal medewerkers dat binnen de onderneming herplaatst kan worden. De transitie leidt tot eenmalige kosten in 2015 en 2016 van totaal € 7 tot 10 miljoen. Deze zullen in twee jaar terugverdiend worden. Het betreft met name kosten van het sociaal plan, dubbele kosten tijdens de afbouw van activiteiten en waardevermindering van activa. Bovendien zijn de voorraden tijdens de transitieperiode mogelijk hoger dan normaal om de continuïteit van leveringen aan klanten te garanderen. De financiering van de transitie vindt plaats door reductie van werkkapitaal en door verkoop van materiële vaste activa. De bestaande bancaire financiering biedt voldoende ruimte om tijdelijke schommelingen in kasstromen op te vangen. Wij juichen deze strategische heroriëntatie van het management toe. Naar verwachting zal hierdoor de bedrijfswinst met 3 tot 4%-punt toenemen zodat binnen twee jaar de doelstelling van minimaal 10% van de omzet gehaald zou moeten worden (2014: EBIT-marge 7,0% exclusief bijzondere bate). Indien de *top line* omzetgroei over deze periode versnelt, ontwikkelt de winst per aandeel van Nedap tot en met 2017 (minimaal € 2,75 per aandeel) zich zoals wij hebben geschetst in onze [Investment Case](#) van oktober 2014.

Nedap meldde voorts te zijn geselecteerd door de Franse sportretailer Decathlon voor de RFID-uitrol in Kroatië. In navolging van twaalf andere Europese landen, Rusland en China, is Kroatië wereldwijd het 15^e land waar is gekozen voor de RFID-oplossing van Nedap. Decathlon is de eerste retailer ter wereld die de RFID-technologie in de winkel toepast in een dergelijk groot geografisch gebied. Voor 415 winkels in 15 landen levert Nedap hybride RF/RFID EAS-systemen ten behoeve van diefstalpreventie. Decathlon's belangrijkste drijfveren voor de implementatie van RFID zijn het bevorderen van voorraadnauwkeurigheid en het voorkomen van voorraadtekorten. Om optimaal te profiteren van de RFID-implementatie, zet Decathlon de RFID-tags op de artikelen ook in voor diefstalpreventie. Zo kan Decathlon de goederen end-to-end controleren: vanaf het moment dat ze in de winkel arriveren tot het moment dat ze de winkel verlaten. Daarnaast beveiligd Decathlon diefstalgevoelige artikelen met een extra RF hard tag. Op 28 juli a.s. publiceert Nedap de halfjaarcijfers over 2015. Vooralsnog handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel 2015 op € 1,85 per aandeel (2014: € 1,46 exclusief bijzondere resultaten). Tegen de huidige beurskoers van € 31,40 wordt 17 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement bedraagt 4,4% uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 75%.

Wij waren aanwezig op de jaarlijkse analistendag van **BE Semiconductor Industries**, kortweg **BESI**, actief in de markt voor toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie. CEO Richard Blickman lichtte het succesvolle bedrijfs- en verdienmodel van BESI toe en gaf ook inzicht in de ontwikkelingen in de sector die moeten leiden tot een voortzetting van groei van zijn onderneming. BESI is een prominente speler in de zogenaamde *Assembly Equipment Market* die volgens onderzoeksbureau VLSI in 2017 met ruim 17% zal groeien ten opzichte van 2016. Voor komend jaar wordt een lichte teruggang van 2,5% verwacht ten opzichte van 2015. Deze trendmatige opgang is onlosmakelijk verbonden met de *'Internet-of-things'* revolutie. Investerings ten behoeve van de productie van revolutionaire 14nm chips voor onder andere smartphones en tablets zijn in dit verband onvermijdelijk en zullen sowieso worden gedaan. BESI heeft de afgelopen jaren continu beter gepresteerd dan het gemiddelde van de Assembly Equipment Market. Zowel in goede als slechte tijden werd een aanzienlijke *outperformance* gerealiseerd. Naar onze verwachting zal BESI in de eerste helft van 2015 een omzet van circa € 202 miljoen realiseren, een toename van € 16 miljoen ten opzichte van dezelfde periode van 2014, ofwel een stijging van circa 9%. Wederom een sterkere groei dan de verwachting van VLSI in 2015 van +1,6%. Het verdienmodel van BESI is in essentie gericht op markten, klanten en technologie die groeipotentie hebben en op de verkoop van machines met een brutomarge van tenminste 45%. Hierbij geldt dat hoe kleiner de te produceren chips worden, des te complexer en duurder de BESI-machines worden. Hierdoor neemt ook de jaarlijks wederkerende omzet uit services, software updates en onderdelen toe. Deze wederkerende omzet bedroeg vorig jaar 15% van de groepsomzet. BESI heeft zich inmiddels stevig gepositioneerd in wat de *sweet spot* van de back-end industrie kan worden genoemd. Zo wordt er marktaandeel gewonnen in Flip Chip Bonding, waar in 2014 het marktaandeel 31,8% bedroeg (2013: 24,4%). Het Amerikaanse Micron is de eerste TCB-klant van BESI, waaraan 14 machines zijn geleverd in Q1 2015 en waarschijnlijk 8 in Q2 2015. Deze machines kosten US\$ 1 miljoen per stuk en hebben een zeer hoge brutomarge. De prijs van de overige BESI-machines varieert tussen US\$ 0,25 miljoen en US\$ 0,5 miljoen. BESI is voor haar TCB-machine in gesprek met een tweede klant, maar wil eerst het hele proces bij Micron goed op de rails hebben staan, alvorens ook deze nieuwe klant goed te kunnen bedienen. De TCB-machines van BESI

zijn tweemaal zo snel als die van de enige echte concurrent K & S, die een behoorlijke achterstand heeft opgelopen in het ontwikkelingstraject. Ook de wearable markt gaat zich na de lancering van de Apple Smart Watch razendsnel ontwikkelen. Sinds de introductie, twee maanden geleden, zijn er al 2,8 miljoen van deze horloges verkocht. Deze markt kan voor BESI een extra groeiversnelling opleveren, omdat de onderneming de enige producent ter wereld is die de juiste machines voor dit segment kan fabriceren. Naast een gunstig afzetperspectief is een structurele kostenbeheersing de tweede pijler van het verdienmodel. In het lopende jaar zijn kostenbesparingen van in totaal € 10,5 miljoen begroot. Het gaat hierbij om de verplaatsing van ingenieurs van Zwitserland naar Singapore, lagere huuruitgaven in Duiven en Chaam (Zwitserland), alsmede inkoopvoordelen van materialen en componenten. Door alle getroffen maatregelen zal de brutomarge door de cyclus heen, ongeacht valutakoersen, tussen de 45 en 50% uitkomen. Het break-even omzetniveau is de afgelopen jaren dienovereenkomstig fors gedaald (-23%) van € 270 miljoen naar € 207 miljoen in 2014 (groepsomzet 2014: € 387 miljoen). Tenslotte kan BESI bogen op een ijzersterke, schuldenvrije balans. De netto kaspositie per 31 maart jl. bedroeg € 133,1 miljoen. CEO Blickman gaf aan tenminste € 80 miljoen als netto kaspositie te willen aanhouden om lopende uitgaven te kunnen doen en eventuele tegenvallers te kunnen opvangen. De resterende, zogenaamde *excess cash* van ruim € 50 miljoen, zal worden gebruikt voor aandeleninkoop en/of extra dividenden. Wij voelen ons al met al comfortabel met onze winsttaxaties. Met een tweede plaats op de wereldmarkt van back-end producenten achter ASM PT, lijkt BESI uitstekend te zijn gepositioneerd voor verdere groei. De onderneming is immers betrokken bij de *roadmap* programma's van alle semiconductor *technology leaders* in de wereld. Voor 2015 hanteren wij een winst per aandeel van € 2,15 (2014: € 1,87) en voor 2016 verwachten wij een verdere stijging naar € 2,40. Tegen de huidige beurskoers van € 25,- wordt daarmee 11,6x de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen BESI betaald. Bij een stabiele pay-out ratio van 85% komt het dividendrendement alsdan op 7,3%.

De gerechtelijke procedures naar aanleiding van de invoering van de crisisheffing naderen de ontknoping. In dit kader is het relevant dat de advocaat-generaal (een adviseur van de Hoge Raad) onlangs heeft aangegeven dat de heffing in strijd is met het zogenoemde eigendomsrecht. Dit zou de opmaat kunnen vormen voor het terugvorderen van (een deel van) deze heffing door ondernemingen. Als onderdeel van het toenmalige Lenteakkoord kondigde het kabinet begin 2012 een tijdelijke crisisheffing in de loonbelasting aan. Het ging om een heffing van 16% naast de reguliere loonbelasting. Aanvankelijk zou de heffing alleen over 2012 worden geheven (in maart 2013), maar uiteindelijk werd deze verlengd tot 2013, met heffing in 2014. Het advies van de advocaat-generaal is weliswaar een belangrijke opsteker voor werkgevers, maar er bedient bedacht te worden dat het alleen gunstig uitwerkt bij werknemers die tussen 1 januari 2012 en 25 mei 2012 al meer dan € 150.000,- aan looninkomsten hadden. Het wachten is nu op de uitspraak van de Hoge Raad. Wij hebben in dit kader navraag gedaan bij onze deelneming **Acomo**, specialist in de handel en distributie van *soft commodities*. Bij Acomo was er namelijk een significante invloed op de nettowinst in 2012 en 2013 als gevolg van de crisisheffing. In beide jaren is € 843.000,- betaald. Indien de uitspraak van de Hoge Raad positief uitpakt, zou dit betekenen dat Acomo een vordering van maximaal € 1,6 miljoen zou kunnen inboeken, overeenkomend met € 0,07 extra winst per aandeel. Vooralsnog handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel 2015 op € 1,50 (2014: € 1,40). Tegen de huidige beurskoers van € 23,- worden de aandelen Acomo daarmee op 15,3x de getaxeerde winst gewaardeerd en komt het dividendrendement op 4,7% (79% pay-out ratio).

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juli 2015 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	12,1%
TKH Group	11,6%
Nedap	10,6%
ASM International	10,3%
Kendrion	9,7%
BE Semiconductor Industries	9,6%
Aalberts Industries	8,4%
Brunel International	7,1%
Acomo	7,0%
Koninklijke TenCate	4,4%
Overige 4 deelnemingen	7,7%
Liquiditeiten en overige	1,5%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Nu het seizoen van jaarvergaderingen ten einde is en de eerste kwartaalcijfers zijn gepubliceerd, treedt een soort van windstilte in op de Nederlandse aandelenmarkt. Dit vertaalt zich in teruglopende handelsvolumes in small- en midcaps met somtijds hoge koersfluctuaties. De perikelen rond een mogelijke Grexit versterken deze tendens. Wij voorzien een terugkeer naar meer genormaliseerde handelsomstandigheden zodra de ondernemingen hun halfjaarcijfers gaan rapporteren, vanaf medio juli.

Tot nu toe zien wij een tevredenstellende ontwikkeling bij onze deelnemingen die zich heeft vertaald in een goede gang van zaken in het eerste kwartaal van het lopende boekjaar. Daarmee is een solide basis gelegd voor een voorspoedige omzet- en winstgroei in geheel 2015. Onder voorbehoud van externe excessen op geopolitiek en/of valutair gebied voorzien wij een voorspoedige ontwikkeling van de resultaten in de komende kwartalen.

Voor geheel 2015 voorzien wij, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, 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 13,5 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 6 juli 2015

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen