

## MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2015

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt behield een positieve ondertoon in november na het krachtige technische koersherstel van oktober. De AEX-index steeg met 1,9% naar 469,29, de Amsterdam Midkap Index klom 0,6% op 698,10 en de Amsterdam SmallCap Index sloot 2,4% hoger op 779,51.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in november met 3,6% van € 38,33 naar € 39,71. Het netto totaalrendement over de eerste elf maanden van 2015 bedraagt daarmee +22,8%.

Het fondsvermogen per 1 december 2015 bedraagt € 67,1 miljoen, waarvan een bedrag van € 65,6 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 2,2% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 39,51
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 39,71
Fondsvermogen	€ 67.104.409
Aantal uitstaande aandelen	1.689.851

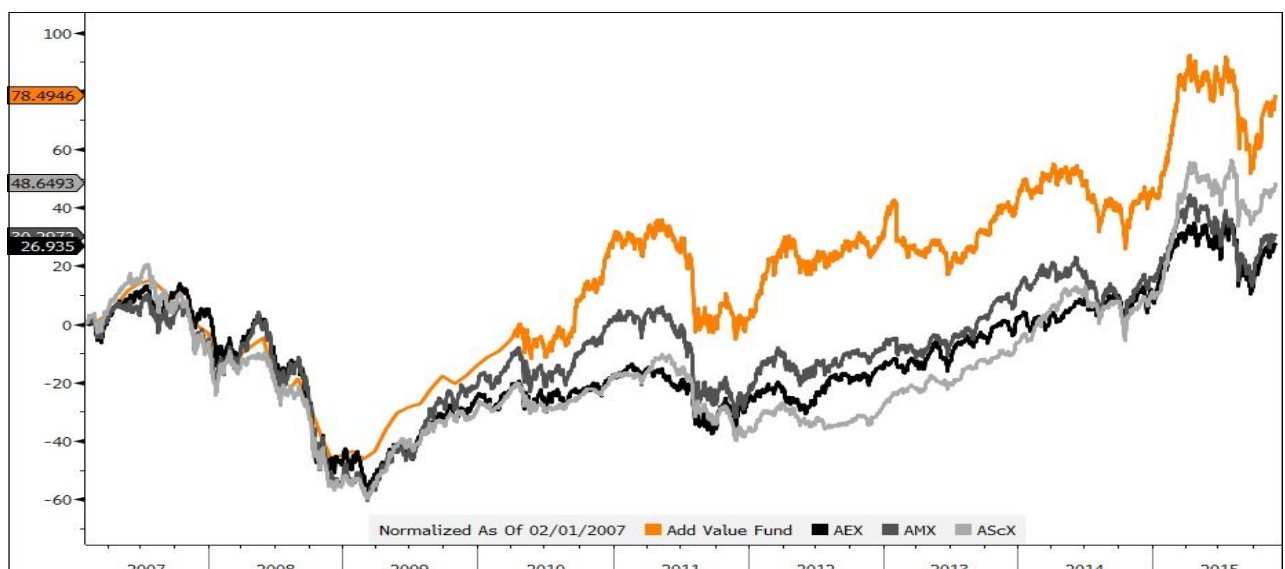
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	Cum.
<b>Add Value Fund</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>+22,83</b>	<b>+74,84</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+14,10	+26,94
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,16	+30,30
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+33,62	+48,65

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 30/11/2015

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/11/2015)

Peildatum: 30/11/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Accell Group	+50,2	+21,2	+5,5	+6,5
2.	Aalberts Industries	+38,5	+11,0	+12,8	+5,7
3.	TKH Group	+37,3	+1,1	+2,0	+2,4
4.	Koninklijke TenCate	+29,5	+23,8	+2,3	-0,1
5.	Acomo	+21,6	-8,9	+3,4	-3,0
6.	Nedap	+18,3	-2,7	+3,8	+4,5
7.	BE Semiconductor Ind.	+17,6	-17,5	+16,5	+3,7
8.	Hunter Douglas	+13,9	-9,2	+3,8	+2,3
9.	Brunel International	+13,3	+1,9	+11,2	+1,5
10.	ASM International	+12,2	-15,1	+12,6	+8,7
11.	Kendrion	+2,8	-15,6	-3,7	+5,5
12.	Koninklijke Vopak	+1,7	-9,3	+11,8	+12,3
13.	Neways Electronics Int.	+0,3	-10,7	-6,9	-5,2
14.	Koninklijke Brill	-5,7	-6,1	-1,2	+0,2
15.	Lucas Bols	-.	+20,4	+24,7	+9,8
16.	Flow Traders	-.	-.	+12,4	+20,3

- In november realiseerden 13 van de 16 deelnemingen (= 81%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 14 (exclusief Lucas Bols en Flow Traders) ondernemingen (= 93%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Flow Traders** en **Koninklijke Vopak** bovengemiddeld in de portefeuille. Flow Traders rapporteerde uitstekende halfjaarcijfers, waarna analisten hun taxaties en koersdoelen verhoogden. De beurskoers van Vopak herstelde verder na de zwakke performance gedurende de zomermaanden;
- **Neways Electronics International** en **Acomo** presteerden in november benedengemiddeld. Deze underperformance had geen specifieke verklaring.

Mutaties in de portefeuille

In november hebben wij de belangen in **Brunel International** en **Koninklijke Vopak** uitgebreid. Wij namen verder winst op de positie in **Koninklijke TenCate** en verkleinden het belang in **Aalberts Industries** na de zeer sterke performance van de achterliggende periode.

Bedrijfsnieuws

De omzet van technologieconcern **TKH Group** daalde in het derde kwartaal 2015 met 1,4% van € 340,2 miljoen naar € 335,5 miljoen. De omzetbijdrage van de eind vorig jaar overgenomen Commend Group bedroeg 3,0%. Sterkere buitenlandse valuta ten opzichte van de euro hadden een positief effect van 2,2% op de omzet. Door voorraadafbouw en gemiddeld lagere grondstofprijzen daalde de omzet met 2,6%. Autonoom daalde de omzet per saldo met 4,0%. Deze omzetzak was volledig toe te rekenen aan Industrial Solutions, waar door een lagere orderintake in voorgaande kwartalen de omzet in het derde kwartaal met 11% afnam. Daarentegen steeg de omzet bij Telecom Solutions en Building Solutions met respectievelijk 2,3% en 10,7%. Innovaties droegen wederom sterk bij aan de omzet. De EBITA steeg in Q3 2015 met 7,4% van € 35,2 miljoen naar € 37,8 miljoen. Deze stijging was het gevolg van de toename van de brutomarge van 42,8% naar 46,7%. Deze verbetering was een direct gevolg van de focus op verticale groeimarkten, een betere product mix en insourcing van activiteiten. De Return on Sales (ROS) verbeterde van 10,3% naar 11,3%, waarbij de stijging het grootst was binnen Building Solutions. De nettowinst nam met 7,8% toe van € 23,3 miljoen naar € 25,0 miljoen. De netto bankschulden namen per 30 september 2015 met € 36,9 miljoen af naar € 249,1 miljoen ten

opzichte van medio 2015, voornamelijk als gevolg van een daling van het werkkapitaal. De Netto schuld/EBITDA-ratio kwam uit op 1,4 en de rentedekking ratio op 23,2, waarmee TKH ruim binnen de met de banken overeengekomen financiële ratio's opereert. CEO Alexander van der Lof toonde zich ingenomen met de performance. Met name de sterke prestatie van Building Solutions, een combinatie van de winstbijdrage van Commend én een gezonde autonome groei, viel op. De lagere omzet van Industrial Solutions was verwacht. Van der Lof meldde dat in het derde kwartaal weer een toename van de orderintake in het segment Manufacturing Systems (vooral bandenbouwmachines) was gerealiseerd, ondanks de nog altijd grote terughoudendheid voor investeringen in China. Er worden goede vorderingen gemaakt in de positionering binnen de top-5 bandenbouwers. Over de eerste negen maanden van 2015 steeg de EBITDA met 17% van € 95,4 miljoen naar € 111,6 miljoen. De nettowinst kwam uit op € 72,0 miljoen (1<sup>ste</sup> negen maanden 2014: € 60,3 miljoen), een toename van 19,5%. Het management handhaafde de prognose voor geheel 2015 zoals gedaan bij publicatie van de halfjaarcijfers van een nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten binnen een bandbreedte van € 93 tot € 98 miljoen. Ook wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel TKH Group van 2015 en 2016 op respectievelijk € 2,35 en € 2,75 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 35,- wordt daarmee 12,7x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen TKH Group betaald. Het verwachte dividendrendement laat zich berekenen op 3,5%, uitgaande van een 45% pay-out ratio.

De opbrengsten van **Nedap** (technologische oplossingen in o.a. Security Management, Retail, Healthcare en Livestock Management) over 2015 komen naar verwachting uit op het niveau van 2014 (€ 177,2 miljoen). De winst voor belastingen en exclusief bijzondere lasten zal als gevolg van een lagere brutomarge ongeveer 10% lager zijn dan over het voorgaande jaar (2014: € 12,4 miljoen). De bijzondere lasten hangen grotendeels samen met de herinrichting van de supply chain en bedragen ongeveer € 10 miljoen voor belastingen. De medio dit jaar aangekondigde herinrichting van de supply chain verloopt volgens plan. De interne voorbereidingen op de uitbesteding naar circa drie partijen zijn geïntensiveerd. Met de vakbonden is een sociaal plan overeengekomen voor de 67 medewerkers die door de herinrichting boventallig zijn. De eenmalige kosten van dit sociaal plan bedragen ongeveer € 6 miljoen en worden in 2015 verantwoord als bijzondere last uit hoofde van herstructureringskosten. Met de ingezette strategie vergroot Nedap haar focus op producten die impact in de markt hebben. Tijdens de herinrichting van de supply chain zal worden besloten om een aantal producten niet uit te besteden, maar de komende twee jaar gefaseerd uit de markt te nemen. In 2015 leidt dit tot eenmalige non-cash afboekingen op activa van ongeveer € 3 miljoen. Zoals reeds in juni werd medegedeeld zullen de bijzondere lasten van € 10 miljoen in twee jaar worden terugverdiend. De balans wordt verkleind en Nedap kan zich volledig gaan richten op het realiseren van de strategische doelstelling van een EBIT-marge van tenminste 10%. In een gesprek met CEO Ruben Wegman en CFO Eric Urff werd duidelijk dat Nedap in de toekomst meer focus zal gaan leggen op de succesvolle marktgroepen, zoals Security Management, Retail, Livestock Management en Healthcare. Het is onwaarschijnlijk dat Nedap nog fors gaat investeren in de marktgroep Energy Systems (autonome energiesystemen, de PowerRouter), vanwege de onverminderd sterke prijsconcurrentie in Duitsland en een onvoldoende perspectief voor voldoende winstgevendheid in de nabije toekomst. Daarentegen wordt in Security Management dit jaar een gezonde opbrengstengroei gerealiseerd. Mede door de eind 2014 geïntroduceerde AEOS Blue hardware-lijn is dit jaar een groot aantal nieuwe – deels zeer omvangrijke – opdrachten binnengehaald. Anders dan gerapporteerd bij de halfjaarcijfers, zullen de opbrengsten van de marktgroep Retail dit jaar stijgen ten opzichte van 2014. Deze marktgroep wist de beperkte investeringsbereidheid in de retailsector te compenseren door haar positie in elektronische artikelbeveiligingssystemen te versterken bij internationale retailers waardoor het marktaandeel gestaag groeit. De markt voor RFID-gebaseerde voorraadbeheersystemen is nog relatief beperkt, maar heeft veel groeipotentie en ontwikkelt zich positief voor Nedap. De opbrengsten van de marktgroep Livestock Management komen dit jaar onder het niveau van 2014 uit. De lagere melkprijs en een andere productenmix heeft de omzetontwikkeling negatief beïnvloed. De afzet aan varkenshouderijen laat echter een gezonde groei van de opbrengsten zien ten opzichte van 2014. Het bredere producten- en dienstenaanbod van Livestock Management stemt het management positief voor het perspectief van voortgaande groei in de komende jaren. De uitsluitend in Nederland werkzame marktgroep Healthcare zet haar groei in 2015 onverminderd voort. Als gevolg van de investeringen van het afgelopen jaar in haar proposities boekt Healthcare nieuwe commerciële successen in de markten voor geestelijke gezondheidszorg en gehandicaptenzorg.

Resumerend voorzien wij voor 2015 per saldo een break even nettoresultaat vanwege de impact van de bijzondere lasten van € 10 miljoen voor belasting. Nedap heeft aangegeven dat het dividend over 2015 zal worden gebaseerd op de winst exclusief bijzondere lasten. Wij gaan daarbij uit van een daling van ruim 10% tot € 1,10 (2014: € 1,25) per aandeel, identiek aan het dividend over 2013. Voor 2016 handhaven wij onze eerdere taxatie van een winst per aandeel van € 2,00 en een dividend van € 1,50 (pay-out ratio: 75%). Tegen de huidige beurskoers van € 31,- wordt thans 15,5x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen betaald en komt het dividendrendement 2016 op 4,8%.

De derde kwartaalcijfers van elektromagnetenproducent **Kendrion** bleven achter bij de verwachting. De omzetgroei zwakte af tot +2% (€ 108,9 miljoen versus € 107,0 miljoen in Q3 2014), terwijl de EBITA met 17% daalde van € 8,5 miljoen naar € 7,1 miljoen, voornamelijk als gevolg van een lagere vraag van klanten uit de automotive sector. Over de eerste negen maanden van 2015 kwam de omzet uit op € 337,6 miljoen (negen maanden 2014: € 322,7 miljoen), een stijging van 5%. De EBITA daalde over deze periode met 10% van € 26,1 miljoen naar € 23,4 miljoen. De omzetzakelijke daling in Q3 2015 was vooral terug te voeren tot een zwakkere vraag in het personenauto-segment en een lagere activiteit in de Duitse machinebouw, waar de export onder druk ligt. Scheidend CEO Piet Veenema meldde voorts dat het orderboek voor Q4 2015 op een hoger niveau ligt dan een jaar eerder. Dit is het gevolg van de succesvolle start van enkele nieuwe projecten die de omzetgroei vanaf het lopende kwartaal zal ondersteunen. Aan het einde van Q3 2015 manifesteerde het sjoemelsoftware schandaal bij Volkswagen zich. Volkswagen is met een omzet van circa € 60 miljoen een belangrijke klant van Kendrion. Hiervan heeft een bedrag van ongeveer € 35 miljoen betrekking op componentenlevering voor hoofdzakelijk de nieuwe EURO-6 motoren die niet onder verdenking staan. Kendrion kan nog niet inschatten of er in de toekomst een nadelig effect op omzet en resultaat zal voortvloeien uit het VW-schandaal. Vooralsnog heeft Kendrion nog geen nadelige gevolgen waargenomen. Wij verlagen onze winsttaxatie van circa € 1,65 per aandeel voor het lopende jaar naar € 1,50 (2014: € 1,56) en passen de prognose voor 2016 licht neerwaarts bij naar € 1,75 (voorheen: € 1,85). Tegen de huidige beurskoers van € 22,50 wordt 12,9x de getaxeerde winst 2016 voor aandelen Kendrion betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt alsdan 3,9% bij een pay-out ratio van 50%. Voor de middellange termijn blijven wij vertrouwen houden in het beleggingsperspectief van Kendrion, zoals beschreven in ons vorige maandbericht. Per 1 december a.s. is de nieuwe CEO, Joep van Beurden, aangetreden. Wij verwachten dat op de eerstkomende jaarvergadering, op 11 april 2016, de nieuwe CEO een indicatie zal geven van een eventuele koerswijziging van de gevolgde strategie. Wij houden er rekening mee dat met name op het vlak van acquisities meer doortastendheid zal worden betracht.

**Flow Traders**, liquiditeitsverschaffer in de ETF (Exchange Traded Funds) markt, rapporteerde zeer sterke cijfers over het derde kwartaal 2015. De netto handelswinst (*Net Trading Income*) nam met 32% toe tot € 92,8 miljoen (Q2 2015: € 70,5 miljoen) gedragen door een sterke groei van de ETF-markt en van tijd tot tijd hoge koersvolatiliteit die gunstig uitwerkte op de operationele marge. Over de eerste negen maanden bedroeg de netto handelswinst € 240,2 miljoen tegen € 99,5 miljoen in de overeenkomstige periode van 2014 (+141%). De handelsvolumes in ETF's lagen in Q3 2015 wereldwijd 20% hoger dan in het tweede kwartaal 2015. Dit was deels het gevolg van een continue inflow in de ETP markt. Volgens Blackrock ETP Landscape was er in alle beleggingscategorieën – aandelen, commodities, valuta's en fixed income – sprake van een toestroom van nieuw geld. Flow Traders maakt melding van drie sterke kwartalen in het lopende jaar, waarbij het laatste kwartaal verhoudingsgewijs meer bijdroeg door de hogere koersvolatiliteit in deze periode. In het bijzonder de zeer heftige koersbewegingen op 24 augustus jl. legde de onderneming geen windeieren. Naar schatting 10% van de handelswinst van Q3 2015 werd op deze dag gerealiseerd. De winst per aandeel kwam in Q3 2015 uit op € 0,81, waarmee over de eerste negen maanden de teller op € 2,12 (eerste negen maanden 2014: € 0,74) staat. Wij verhogen de taxatie van de winst per aandeel (voor eenmalige lasten) voor geheel 2015 van € 2,50 naar € 2,60. Tegen de huidige beurskoers van € 42,50 wordt thans 15,7x de getaxeerde winst voor de aandelen Flow Traders betaald. Omdat de kosten van de beursnotering dit jaar op de nettowinst drukken, zal het dividend per aandeel naar verwachting rond € 1,20 per aandeel uitkomen. Dit komt overeen met een dividendrendement van 2,9%.

**Neways Electronics International**, actief in de markt van Electronic Manufacturing Services (EMS), heeft in het derde kwartaal van 2015 een omzet gerealiseerd van € 96,5 miljoen, een stijging van 7% ten opzichte van dezelfde periode

van vorig jaar (€ 89,9 miljoen). Deze stijging werd met name gedreven door vraagherstel bij klanten in de halfgeleider- en automotieve sector. Ten opzichte van het eerste halfjaar stabiliseert de omzet in het derde kwartaal van 2015. Dit is mede het gevolg van de afname in de voorspelbaarheid van klanten, waarbij klanten uit verschillende marktsectoren een stringenter voorraadbeheer voeren naar het einde van het jaar toe. In de afgelopen maanden is gestart met de implementatie van het groepsbrede verbeterprogramma *Up to the next level* waarbij de positionering van Neways als one-stop-provider in de EMS-markt verder zal worden versterkt. De resultaten van dit verbeterprogramma zullen naar verwachting volgend jaar volledig zichtbaar worden. Op basis van analyse van deze resultaten zal per werkmaatschappij worden bekeken waar mogelijke verbeteringen en efficiencylagen gemaakt kunnen worden. De doorlopende integratie van de BuS Group en de daarbij behorende verdere spreiding naar marktsectoren stelt Neways beter in staat schommelingen in de vraag op te vangen. Gebaseerd op de huidige inzichten en ervan uitgaande dat er geen grote voorraadcorrecties plaatsvinden bij klanten in de komende maanden, verwacht het management een omzet in de tweede jaarhelft 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. Voor 2016 handhaven wij onze conservatieve taxatie van € 0,95 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 7,80 wordt daarmee 8,2x de verwachte winst 2016 voor de aandelen Neways Electronics International betaald.

Wetenschappelijk uitgeverij **Koninklijke Brill** meldde een niet-gekwantificeerde autonome omzetgroei over het derde kwartaal 2015 in vergelijking met de dezelfde periode van 2014, waardoor ook de omzet over de eerste negen maanden van het jaar die van vorig jaar overtreft. Het eind 2013 overgenomen Rodopi zag de omzet op autonome basis licht afnemen. Daarentegen was er een gezonde omzetgroei in digitale producten met een wederkerend omzetelement. Bovendien droeg de verkoop van een primaire bron collectie eenmalig bij aan de omzet. Brill meldde bovendien een sterke pijplijn met nieuwe producten voor het lopende vierde kwartaal, die hoger is dan die van een jaar geleden. Echter, zoals bekend zijn de lastig voorspelbare verkopen in het laatste kwartaal van het jaar uiteindelijk bepalend voor de hoogte van het jaarresultaat. Vorig jaar waren de Q4 resultaten zeer teleurstellend, waardoor het boekjaar 2014 werd afgesloten met een nagenoeg onveranderde nettowinst in vergelijking met 2013. Het management stelt in een toelichting dat de marktvraag de afgelopen twaalf maanden zwak en instabiel is geweest onder invloed van veranderend institutioneel koopgedrag, de geopolitieke spanningen en de consolidatie in de distributieketen. De sterke dollar heeft daarnaast een negatieve invloed op de EBITDA-marge van 1-2%, omdat het dollarrisico in de omzet (in euro's) wordt afgedekt, maar de kosten verbonden aan de dollaromzet hoger zijn dan twaalf maanden geleden. Vanaf volgend jaar moeten de maatregelen ter verbetering van de operationele marge die dit jaar zijn doorgevoerd, effect gaan sorteren. Hierbij kan worden gedacht aan het herzien van alle verdien- en prijsmodellen gericht op het verhogen van de wederkerende omzet tegen betere marges. Voorts is met Turpin Distribution in de Verenigde Staten een nieuwe overeenkomst voor Printing on Demand (PoD) met een lokale PoD-aanbieder afgesloten. Deze overeenkomst zal naar verwachting leiden tot lagere voorraadkosten en een snellere *time-to-market*. Tezelfdertijd zijn maatregelen getroffen om het uitgeefproces te stroomlijnen teneinde de productiviteit te verbeteren. Tenslotte zal de integratie van Rodopi eind dit jaar zijn afgerond, waardoor het kostenniveau in 2016 zal dalen.

Al met al zijn deze ontwikkelingen voor ons aanleiding om de taxaties voor 2015 en 2016 licht opwaarts aan te passen. Voor het lopende boekjaar gaan wij thans uit van een winst per aandeel van € 1,40 (2014: € 1,31) en voor 2016 van € 1,50 (eerder: € 1,45). Tegen de huidige beurskoers van € 23,80 wordt 15,8x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Koninklijke Brill betaald. Bij een pay-out ratio van 78% komt het dividendrendement op een getaxeerde 5,5%.

In het derde kwartaal 2015 is de omzet van fietsenproducent **Accell Group** in vrijwel alle landen gestegen en is het resultaat toegenomen ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Deze positieve ontwikkelingen worden met name gedreven door de goede verkopen van de Duitse en Franse merken. Voor het tweede halfjaar 2015 verwacht Accell Group een autonome groei van de omzet en een toename van de nettowinst ten opzichte van de tweede helft 2014. CEO René Takens gaf aan dat de positieve trends van het eerste halfjaar zich in Q3 hebben voortgezet en ook in de maand oktober. Mede door het groeiende aandeel verkochte elektrische fietsen en duurdere sportieve fietsen zijn omzet en winst gestegen. In veel Europese landen is de markt voor elektrische fietsen in beweging en ziet Accell de



verkopten groeien. Daarbij is met name in de Alpenlanden sprake van een sterke groei van de verkopen van performance E-mountainbikes, een relatief nieuwe en speciale categorie elektrische fietsen. Accell Group is trendsetter en marktleider in deze categorie elektrische fietsen met de merken Haibike, Lapierre en Ghost. In het derde kwartaal 2015 is de omzet van zowel fietsen als fietsonderdelen en -accessoires gestegen ten opzichte van de vergelijkbare periode in 2014. In vrijwel alle landen in Europa is sprake van een stijging van de omzet van elektrische fietsen. Het effect op de omzet van de nieuwe positionering van het fietsmerk Raleigh in de Verenigde Staten is nog gering, maar de eerste reacties hierop zijn positief. De markt voor elektrische fietsen in de Verenigde Staten komt in beweging, maar is nog klein. De omzetstijging bij fietsonderdelen en -accessoires komt vooral tot stand in Duitsland en Nederland. In de afgelopen maanden is sprake van een goede omzetmix met een toegevoegde waarde die op een hoger niveau ligt dan in de vergelijkbare periode in 2014. Het percentage van de operationele kosten ten opzichte van de omzet is in de afgelopen maanden gedaald. Bij de ontwikkeling van het werkkapitaal is het effect van de Amerikaanse dollarkoers groter dan normaal. Dit komt zowel door de omrekening van de voorraden en debiteuren in dollarlanden als door de stijging van de kostprijs van componenten die in dollars worden gekocht. Ook de eerder gerealiseerde acquisities van Comet (Spanje) en CSN (Denemarken) hebben bijgedragen aan de stijging van het werkkapitaal. Om tegemoet te komen aan de stijgende vraag vanuit de markt en zo de autonome groei te faciliteren is het aantal duurdere fietsen op voorraad gestegen ten opzichte van de vergelijkbare periode in 2014. Met inachtneming van seizoeneffecten zijn er de afgelopen maanden geen noemenswaardige wijzigingen opgetreden in de financiële structuur van Accell. Het seizoensmatige karakter van de activiteiten leidt er doorgaans toe dat de winst in het tweede halfjaar sterk lager is dan in het eerste halfjaar. Vooral om deze reden handhaven wij onze winsttaxaties op € 1,50 voor de winst per aandeel 2015 en op tentatief € 1,55 voor 2016 (2014: € 1,06). Met deze laatste taxatie zetten wij bewust laag in, omdat het weereffect in 2014 uitzonderlijk gunstig uitpakte. Voor de middellange tot lange termijn benoemt Accell de vooruitzichten als positief. Er is een structureel goede vraag naar fietsen voor mobiliteit, gezondheid en actieve sport. Dit zal vooral de verkopen van elektrische fietsen en sportieve fietsen in het hogere segment blijven stimuleren. Tegen de huidige beurskoers van € 20,- worden de aandelen Accell Group op 12,9x de getaxeerde winst 2016 gewaardeerd en komt het dividendrendement alsdan op 4,5% bij een veronderstelde pay-out ratio van 58%.

Tankopslagbedrijf **Koninklijke Vopak** rapporteerde 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 oliemarkt 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 H1 2015 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. De aandelen Vopak worden tegen de huidige beurskoers van € 39,- gewaardeerd op 15X de getaxeerde winst 2016. Bij een pay-out ratio van 42% komt het verwachte dividendrendement op 2,8%.

Jenever- en likeurproducent **Lucas Bols** heeft in de eerste helft van het gebroken boekjaar 2015/2016 een nettowinst behaald van € 7,7 miljoen tegen € 2 miljoen een jaar eerder. De winstgroei was te danken aan een afgenomen nettoschuld, waardoor de financieringskosten substantieel omlaag gingen. De omzet daalde met bijna 3% tot € 39,4 miljoen. Dit kwam vooral door een eenmalige voorraadafbouw in de regio Azië/Pacific. Noord-Amerika, waar het management de komende jaren wil groeien, realiseerde een gezonde omzettoename van 3,4% bij constante wisselkoersen. Valuta-effecten hadden per saldo een beperkte negatieve invloed op de omzet van € 0,2 miljoen, waarbij de zwakkere Japanse yen, Russische roebel en Australische dollar grotendeels werden gecompenseerd door de sterkere Amerikaanse dollar. Bols realiseerde een 5,3% lager bedrijfsresultaat van € 11,6 miljoen, vooral door de lagere omzet en negatieve wisselkoerseffecten. De onderneming stelde een interim-dividend in contanten vast op € 0,31 per

aandeel. Voor de wereldwijde merken van Bols voorziet het bedrijf op de lange termijn groei en voortzetting van de stabilisatie van de regionale merken. In de tweede helft van het boekjaar voorziet het management een kleinere invloed van wisselkoerseffecten op het bedrijfsresultaat. Daarnaast verwacht Bols een kleiner effect van de eenmalige voorraadafbouw in Azië-Pacific. Hoewel sommige markten uitdagend zullen blijven, is het management over de gehele linie genomen positief ten aanzien van de toekomstige ontwikkelingen van haar merken. Tegen de huidige beurskoers van € 20,90 wordt 16,7x de getaxeerde winst 2015/16 van € 1,25 voor de aandelen betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt circa 3,0% bij een 50% pay-out ratio.

#### Samenstelling portefeuille

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

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

#### Vooruitzichten

Het marktbeeld wordt begin december gekenmerkt door een geleidelijk verder stijgend koersverloop. De beursomzetten blijven onveranderd bescheiden. Het door de ECB gevoerde monetaire beleid is een belangrijke aanjager van het gunstige beleggingsklimaat voor aandelen.

Voor geheel 2015 voorzien wij, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een ruime dubbelcijferige gemiddelde winstgroei in onze portefeuille.

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.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2015 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 14,6 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,6%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 3 december 2015

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