

## MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2015

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt verloor in de maand september verder terrein nadat FED-president Yellen het Amerikaanse rentetarief niet verhoogde en het VW-schandaal zich aandeede. De AEX-index daalde met 5,3% naar 421,14, de Amsterdam Midkap Index verloor 7,3% op 620,53 en de Amsterdam SmallCap Index sloot 3,6% lager op 720,38.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in september met 6,4% van € 37,57 naar € 35,16. Het netto totaalrendement over de eerste negen maanden van 2015 bedraagt daarmee +9,0%.

Het fondsvermogen per 1 oktober 2015 bedraagt € 58,4 miljoen, waarvan een bedrag van € 57,9 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 0,9% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 34,99
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 35,16
Fondsvermogen	€ 58.441.810
Aantal uitstaande aandelen	1.661.955

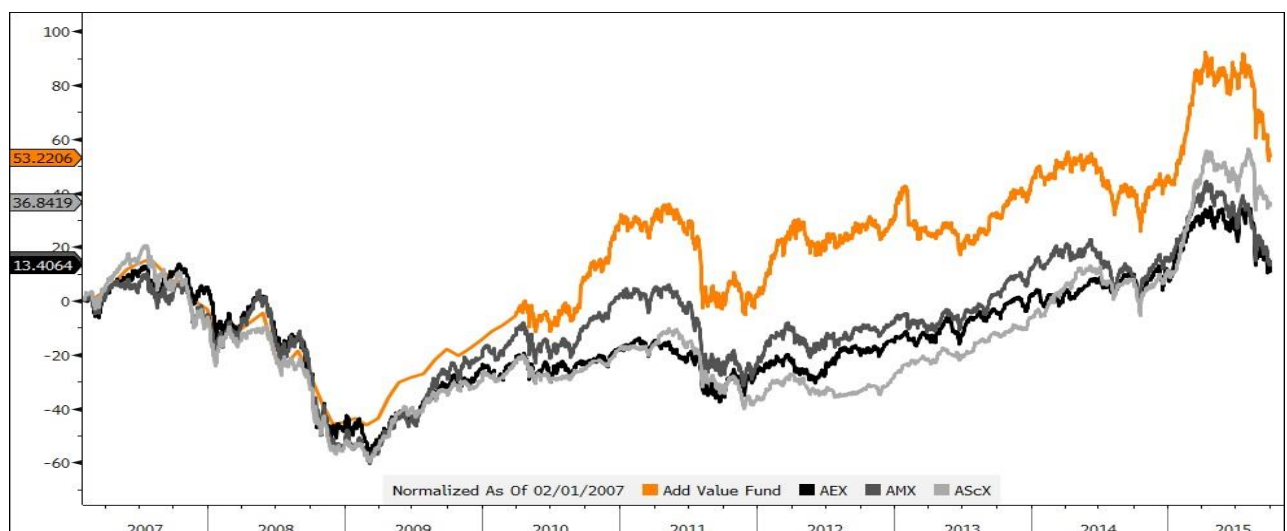
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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>+9,04</b>	<b>+56,64</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+1,94	+13,41
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	-0,78	+15,27
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+23,00	+36,84

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 30/09/2015

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/09/2015)

Peildatum: 30/09/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Accell Group	+46,5	+10,5	+14,9	-0,1
2.	Aalberts Industries	+28,9	-9,6	-0,7	-4,5
3.	TKH Group	+27,1	-1,8	-13,9	-6,5
4.	Koninklijke TenCate	+24,4	+15,3	+31,2	+0,9
5.	Acomo	+14,8	-19,0	-9,7	-4,6
6.	Hunter Douglas	+12,6	-0,5	-5,0	+2,2
7.	ASM International	+0,5	-32,8	-30,2	-13,9
8.	BE Semiconductor Ind.	-1,1	-53,6	-44,5	-21,0
9.	Kendrion	-1,7	-25,2	-17,2	-9,6
10.	Nedap	-2,9	-14,6	-9,8	-5,2
11.	Koninklijke Brill	-3,6	-6,2	-3,9	+1,2
12.	Neways Electronics Int.	-5,5	-21,6	-9,2	-6,6
13.	Brunel International	-16,5	-14,9	-14,8	-2,9
14.	Lucas Bols	-.-	+0,7	+4,0	+4,6
15.	Flow Traders	-.-	-.-	-.-	-8,2

- In september realiseerden 4 van de 15 deelnemingen (= 27%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 7 van de 13 (exclusief Lucas Bols en Flow Traders) ondernemingen (= 54%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden de minder liquide aandelen bovengemiddeld in de portefeuille. Hierbij dient te worden bedacht dat veel van deze aandelen zich in vaste handen bevinden, waardoor de *free float* beperkt is;
- **ASM International** en **BE Semiconductor Industries (BESI)** presteerden in september wederom benedengemiddeld. BESI kwam met een omzetwaarschuwing, maar kondigde tevens een aandeleninkoopprogramma aan. De halfgeleidersector is extra gevoelig voor korte termijn schommelingen in de marktvraag. Daarbij komt dat veel beleggers eerdere koerswinsten versneld realiseerden. Wij achten het beleggingsperspectief op middellange termijn onverminderd uiterst positief.

Mutaties in de portefeuille

In september hebben wij de belangen in **ASM International**, **BE Semiconductor Industries** en **Neways Electronics International** uitgebreid. Wij bouwden de positie in **Flow Traders** verder uit. Daartegenover hebben wij het belang in **Koninklijke TenCate** verkleind. In de beurskoers van TenCate zit een (biedings)premie besloten uit hoofde van de geïnitieerde bieding van het consortium onder leiding van Gilde Buy Out Partners, dat voornemens is een exit-prijs van € 24,60 per aandeel te betalen.

Daarnaast hebben wij een belang genomen in 's werelds grootste onafhankelijke tankopslagbedrijf **Koninklijke Vopak**, nadat de beurskoers in nog geen drie maanden tijd met 25% was gedaald. Tegen de huidige beurskoers van € 35,80 achten wij het aandeel Vopak zeer aantrekkelijk gewaardeerd op een getaxeerde winst per aandeel 2016 van € 2,60 en een verwacht dividend van € 0,90 per aandeel – dividendrendement van 2,5%.

Bedrijfsnieuws

Wij hadden een gesprek met CEO Ruben Wegman van technologiebedrijf **Nedap** naar aanleiding van de recent gepubliceerde halfjaarcijfers. De uitvoering van de in juni aangekondigde herinrichting van de supply chain ligt op schema. De hieraan gerelateerde eenmalige kosten zullen dit jaar naar verwachting € 6 tot 7 miljoen bedragen, waarvan € 0,8 miljoen in het eerste halfjaar 2015 is verantwoord als bijzondere last uit hoofde van herstructureringskosten. Volgens Wegman scherpt deze organisatorische omzetting de strategie duidelijk aan. Het helpt

de onderneming in haar keuzes. Wat voegt waarde toe? Welke producten hebben impact, zowel qua verkooppotentieel als schaalbaarheid? Nedap heeft een uitbestedingspotentieel ofwel inkoopvolume van € 40 à 50 miljoen, welk pakket uiteindelijk bij drie tot vijf strategische partners zal worden ondergebracht. In de nieuwe opzet neemt Nedap de rol van regisseur van de (eigen) ontwikkeling op zich. Wegman is ervan overtuigd dat de omschakeling niet tot continuïteitsproblemen zal leiden. Voor Nedap geldt op termijn van twee jaar als voordeel dat het management zich volledig kan richten op het uitrollen van de steeds succesvollere Nedap-oplossingen. Ten aanzien van de verschillende marktgroepen is nu al sprake van zichtbare progressie. In *Livestock Management* wordt Nedap weliswaar geconfronteerd met de nadelige gevolgen van de lage melkprijs, maar daar staat een toenemende groei in het varkenshouderijsegment tegenover. Met name in China en de Verenigde Staten worden grotere projecten binnengehaald, waarbij voergegevens en performance testers steeds belangrijker worden. De marktgroep *Retail* zag een lichte krimp in de opbrengsten ten opzichte van dezelfde periode in 2014. Deze hangt samen met de lagere investeringsbereidheid in de retailsector. Toch lijkt Nedap aan de vooravond van een periode van groei te staan. De afgelopen maanden versterkte de marktgroep haar positie in de competitieve markt voor Electronic Article Surveillance door opdrachten te winnen bij internationale retailers. Ook de markt voor Stock Management ontwikkelt zich gestaag waarbij de Nedap-oplossing goed is gepositioneerd. Om sneller te kunnen groeien is het commerciële team in de Verenigde Staten verder uitgebreid. Nedap, naar eigen zeggen wereldmarktleider op het gebied van diefstalpreventie en voorraadbeheertechnologie voor de detailhandel, maakte eind september bekend dat modeketen Moods of Norway nu 25% van alle online-bestellingen vanuit haar winkels kan verwerken. Dit is mogelijk dankzij de geoptimaliseerde beschikbaarheid van artikelen en een zeer nauwkeurige voorraad in de winkels, beide mogelijk gemaakt door de !D Cloud-oplossing van Nedap. De marktgroep *Security Management (systemen voor toegangscontrole, registratie, betaling, brand- en inbraakmelding, observatie, beheer van lockers en biometrie)* kende een sterke eerste jaarhelft. De opbrengsten liggen boven het niveau van de afgelopen jaren. Klanten tonen een grotere investeringsbereidheid en kiezen steeds vaker een strategische langetermijnoplossing, zoals Nedap's beveiligingsplatform AEOS. Het is de ambitie van Nedap om Europa's nummer 1 te worden in deze markt die een omvang van circa € 500 miljoen heeft maar zeer versnipperd is. De introductie van AEOS Blue in november 2014 blijkt goed aan te slaan. AEOS Blue is een energiezuinige, krachtige hardware-lijn, bestaande uit een deur controller, deur interface en voeding waarmee zowel eenvoudige als complexe beveiligingsoplossingen kunnen worden gerealiseerd. AEOS Blue bestaat naast hardware ook uit een geheel vernieuwd en vereenvoudigd software-licentiemodel. Dit maakt het mogelijk om AEOS Blue voor een zeer competitieve prijs aan te bieden met een scala aan veel voorkomende functionaliteiten, zoals bijvoorbeeld de aansturing van luchtsluizen en tourniquets. De opbrengsten van de marktgroep *Light Controls* zijn in H1 2015 sterk gedaald ten opzichte van dezelfde periode in 2014. Dit is mede te wijten aan de afnemende interesse voor QL-producten. Ook wordt de verkoop van de explosieveilige producten beïnvloed door de lage olieprijs. De marktgroep positioneert Luxon® steeds meer als merk- en technologieonafhankelijke verlichtingsoplossing en heeft daardoor een aantal toonaangevende projecten gewonnen. Nedap richt zich in toenemende mate op het actief managen van het lichtmanagementsysteem, waardoor ook de wederkerende opbrengsten in de vorm van abonnementen, in de toekomst zullen gaan stijgen. De marktgroep *Healthcare* had wederom een sterk halfjaar. De investeringen in de oplossingen en het proactief inspelen op veranderende zorgprocessen betalen zich terug in een vergroot marktaandeel en hoge klantentrouw. In 2016 zal een aantal nieuwe klanten de overstap naar Nedap maken. Om haar markt te verbreden ontwikkelt Nedap Healthcare aanpalende proposities voor de Nederlandse zorgmarkt, zoals voor verstandelijk gehandicapten en de GGZ-markt.

Omdat de afronding van de herinrichting van de supply chain zeker nog in H2 2015 van invloed zal zijn op de winstgevendheid van Nedap, gaan wij vooralsnog uit van een bescheiden stijging van de winst per aandeel naar € 1,60 (2014: € 1,46). Voor de jaren 2016 en verder komen aanzienlijk hogere resultaten in beeld, waarbij vooral een stijgende *top line* (omzetgroei!) bepalend zal zijn voor de mate van groei. Wij menen dat een winsttaxatie van € 2,00 per aandeel voor 2016 een goede eerste indicatie vormt. Tegen de huidige beurskoers van € 28,50 wordt alsdan 14,3x de getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald. Uitgaande van een pay-out ratio van 75% komt het dividendrendement op 5,3%.

Industrieel dienstverlener **Aalberts Industries** maakte de overname van Ventrex Automotive GmbH bekend. Met 145 medewerkers realiseert deze Oostenrijkse onderneming een jaarmzet van ruim € 50 miljoen op het gebied van ventielen voor air conditioning in auto's, CNG (compressed natural gas) regulatoren, alsmede compressoren voor de landbouw- en zware machine-industrie. Ventrex is veelal Europees en wereldmarktleider in de verschillende onderscheidende niches en is dan ook Tier 1 en 2 leverancier voor alle grote Duitse automerken. Ventrex is in 1992 opgericht door Christian Planegger, die de onderneming vanuit Graz heeft opgebouwd tot een toonaangevende speler in de automotive industrie. De heer Planegger en de heer Kiener, managing director van Ventrex, blijven na de overname verbonden aan de onderneming. Ventrex zal binnen Aalberts Industries gaan samenwerken met dochteronderneming Ventil Technik International GmbH (VTI) in Menden, Duitsland, deel uitmakend van Aalberts' Industrial Controls divisie. De combinatie Ventrex – VTI stelt Aalberts Industries in staat om een evenwichtig technologieportfolio in meerdere eindmarkten aan te bieden. Daarnaast zijn er synergievoordelen op het gebied van productie- en assemblageprocessen, R&D en geografische expansie, in het bijzonder in de richting van Noord-Amerika en Azië. Ventrex wordt vanaf 1 oktober jl. geconsolideerd in de cijfers van Aalberts Industries. De overname wordt gefinancierd uit bestaande kredietlijnen. Omdat Ventrex EBITA-marges van 13-15% kan overleggen, zal naar verwachting direct een bijdrage aan de winst per aandeel worden geleverd. Wij taxeren een bijdrage van € 0,03 – 0,04 per aandeel voor 2016. Voor het lopende jaar taxeren wij een winst per aandeel van € 1,70 (2014: € 1,52), terwijl wij voor 2016 inzetten op € 1,90. Tegen de huidige beurskoers van € 27,- worden de aandelen Aalberts Industries daarmee op 14,2x de getaxeerde winst 2016 gewaardeerd. Op basis van een 30% pay-out ratio komt het dividendrendement alsdan op 2,1%.

**BE Semiconductor Industries** (BESI), leverancier van back-end machines aan de halfgeleiderindustrie, kwam begin september met een omzetwaarschuwing. Het management verwacht op basis van de laatste inzichten dat de omzet in het derde kwartaal 2015 naar verwachting met circa 28 – 33% zal terugvallen naar de bandbreedte € 70 – 75 miljoen in vergelijking met de omzet in Q2 2015 van € 104,3 miljoen. Bij publicatie van de halfjaarcijfers ging BESI nog uit van een teruggang van circa 15 – 20% naar de bandbreedte € 83,2 – 88,4 miljoen. Deze neerwaartse bijstelling is het gevolg van een combinatie van een orderteruggang na de zomer met een uitstel van orders naar de komende twee kwartalen. Dit uitstel weerspiegelt de huidige zwakte in de consumentenmarkten van smart phones, tablets en PC's die leidt tot hogere voorraden en overcapaciteit aan de productiekant. In respons op deze ontwikkeling heeft BESI direct maatregelen getroffen om de kostenstructuur in lijn te brengen met de lagere marktvraag. Het werknemersbestand (vast en flexibel) zal de komende maanden met circa 10% worden verkleind. Er zullen aanvullende kostenmaatregelen worden genomen om het break even niveau van de omzet verder te reduceren. Het management taxeert het gecombineerde effect van deze maatregelen op een kostenreductie van € 12 – 14 miljoen op jaarbasis. Van dit bedrag komt € 6,5 miljoen voor rekening van de eerder aangekondigde transfer van software engineers, logistieke en aanverwante administratieve functies van Zwitserland naar Singapore. De met de overheadreductie gepaard gaande reorganisatielasten bedragen naar verwachting minder dan € 1 miljoen en zullen ten laste van de resultaten in het derde en vierde kwartaal 2015 worden gebracht.

Twee weken na deze omzetwaarschuwing kondigde BESI een aandeleninkoopprogramma aan, waarbij voor een maximum van 1 miljoen eigen aandelen in de markt zullen worden teruggekocht. Dit komt overeen met ruim 2,6% van de uitstaande aandelen. Per 30 juni jl. beschikte BESI over een netto kaspositie van € 91,4 miljoen, ofwel ruim 16% van de huidige beurswaarde. Tegen de huidige beurskoers van € 14,- betekent de maximale inkoop derhalve een cash outflow van € 14 miljoen. Wij hebben de taxatie van de winst per aandeel 2015 teruggebracht van € 1,50 naar € 1,15, hetgeen impliceert dat BESI in H2 2015 nog slechts € 0,28 per aandeel behoeft te verdienen na € 0,87 in H1 2015. Voor 2016 voorzien wij bij de huidige marktinzichten een licht herstel naar € 1,25 per aandeel, omdat dan de volle kostenbesparingen tot uiting komen. Tegen de beurskoers van € 14,- wordt aldus 11,2x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen BESI betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 60 tot maximaal 80% komt het dividendrendement alsdan op 5,4 tot 6,6%.

**Brunel International**, internationale detachering in Engineering, Oil & Gas, Aerospace, Automotive, ICT, Finance, Legal en Insurance & Banking, rapporteerde enigszins tegenvallende halfjaarcijfers 2015. De omzet daalde met 4% van

€ 681,4 miljoen naar € 650,8 miljoen, terwijl de EBIT met 34% afnam tot € 23,5 miljoen (H1 2014: € 35,6 miljoen). De grootste divisie, Brunel Oil & Gas, presteerde licht beter dan verwacht gezien de uitdagende marktomstandigheden in de sector. De omzet kwam 6% lager uit op € 452,5 miljoen (H1 2014: € 480,8 miljoen) en de EBIT daalde met 28% van € 24,2 miljoen naar € 17,5 miljoen. Het management past de capaciteit zoveel mogelijk aan naar de gewijzigde marktomstandigheden. Het aantal gedetacheerden daalde in de eerste helft van het jaar met 13% naar 6.739 (H1 2014: 7.728). Bij Brunel Duitsland was sprake van een krimp van 6% van de omzet naar € 94,5 miljoen (H1 2014: € 100,2 miljoen). De EBIT daalde met 44% naar € 6,3 miljoen verhoudingsgewijs sterk, vanwege kostenverhogingen ten behoeve van de inhuur van nieuwe accountmanagers. Dit vooruitlopend op de verwachte groei die zich vanaf juli geleidelijk lijkt te gaan manifesteren. Bij Brunel Nederland groeide de omzet met 2% van € 86,6 miljoen naar € 88,4 miljoen en daalde de EBIT met 14% naar € 4,7 miljoen, eveneens vanwege een capaciteitsuitbreiding die anticipeert op marktgroei. De Nederlandse resultaten bleven wat achter bij de marktconsensus, omdat de verwachte groei in het hoogrenderende Engineering-segment langer op zich liet wachten. CEO Jan Arie van Barneveld erkende dat de resultaten op het eerste gezicht teleurstellend waren, maar benadrukte dat de organisatie goed staat gesteld voor een herstel in de tweede helft van het jaar. Wij hadden een gesprek met Van Barneveld naar aanleiding van de halfjaarResultaten. Hierin werd benadrukt dat de *visibility* in de Energie-sector weliswaar laag is, maar dat Brunel als marktleider in dienstverlening een goed zicht heeft op uitbreiding van het marktaandeel. Daarbij zal nog eens kritisch naar de kostenbasis worden gekeken. De Projecten-business zal volgend jaar terugvallen naar een omzetniveau van circa € 50 miljoen, omdat de grote Australische offshore-projecten dan zijn afgerond. Vervolgens zal over deze subdivisie niet langer afzonderlijk worden gerapporteerd. Van Barneveld uitte zich zeer positief over Brunel Europa. In Nederland is momenteel sprake van de sterkste stijging in de vraag naar hoogopgeleide specialisten in de laatste zes jaar. Het zijn juist de zwaardere functies waarnaar de vraag toeneemt, hetgeen iets zegt over de kwaliteit van het marktherstel. Omdat in H2 2015 er maar liefst acht extra werkdagen zijn, betekent dit alleen al een extra EBIT-bijdrage van circa € 4,8 miljoen. Wel dient te worden bedacht dat er enige marge-erosie zal plaatsvinden door de plaatsing van trainees. In Duitsland lijkt de interne organisatie eindelijk te zijn gestroomlijnd, waardoor vanaf H2 2015 geleidelijk het pad naar autonome groei succesvol kan worden bewandeld. Ook hier speelt het gegeven dat er in de tweede jaarhelft 5,5 extra werkdagen zijn, een ondersteunende rol, goed voor in beginsel € 4 miljoen extra EBIT. Brunel verwacht voor geheel 2015 een omzet van € 1.250 à € 1.300 miljoen te realiseren met een EBIT van € 50 à 60 miljoen. Dit komt overeen met een winst per aandeel van circa € 0,75 (2014: € 0,99). Omdat Brunel over een schuldenvrije balans beschikt en per medio 2015 een netto kaspositie van € 144 miljoen (€ 2,86 per aandeel) aanhield, verwachten wij dat het dividend van € 0,70 per aandeel zal worden gehandhaafd. Voor 2016 gaat de marktconsensus uit van een terugkeer van de winst per aandeel naar € 1,00. Tegen de huidige beurskoers van € 16,- word 16x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Brunel International betaald – gecorrigeerd voor de kascomponent echter slechts 12x – en komt het dividendrendement op ruim 6%, uitgaande van een 100% pay-out ratio.

Wij gingen op gesprek bij Erik Rietkerk, CEO van soft commodities handelshuis **Acomo** voor een toelichting op de halfjaarcijfers 2015. Ofschoon het netto resultaat fractioneel lager uitkwam dan in H1 2014, namelijk € 17,2 miljoen vs € 17,3 miljoen, was onderliggend sprake van een tevredenstellende ontwikkeling. De specerijen- en notendivisie, met een omzet van € 159 miljoen goed voor 48% van de groepsomzet, presteert al geruime tijd op de toppen van haar kunnen. Ook in H1 2015 werd een goed resultaat van € 8,9 miljoen (H1 2014: € 9,1 miljoen) behaald onder volatiele marktomstandigheden. Dochteronderneming Catz International was als een van de weinige intermediairs in staat om grotere contracten met belangrijke klanten te kunnen blijven afsluiten en financieren. De eetbare zaden afdeling kende eveneens een goed eerste halfjaar met een omzet van € 101,6 miljoen en een nettowinst van € 5,7 miljoen (H1 2014: omzet: € 80,2 miljoen, resp. € 5,9 miljoen). Weliswaar een iets lagere winst dan het absolute record(half)jaar 2014, maar wel boven het voortschrijdende gemiddelde van de laatste vijf jaar. De in 2012 gebouwde fabriek in Lubbock (Texas) voor de verwerking van zonnebloemzaden draait nog niet op volledige capaciteit. Wanneer dit de komende jaren wel wordt gerealiseerd, zou dit een behoorlijke winstimpuls op groepsniveau geven. De jaaromzet van het allergeenvrije Sunbutter bedraagt thans \$ 25 miljoen. Wil verkoop aan een gespecialiseerde food company aan de orde komen, dan moet eerst een tweemaal zo hoge omzet in de boeken staan. Een dergelijke verkoop van een niet-kernactiviteit zou tot een eenmalige substantiële boekwinst kunnen leiden, maar deze lijkt de komende jaren nog niet in

zicht te zijn. De Bulgaarse vestiging van Red River Van Eck in Varna ontwikkelde zich ongunstig. In een later stadium zal het management beslissen om deze activiteit voort te zetten, dan wel te sluiten. Ofschoon de randvoorwaarden in Oost-Europa goed zijn, laat de executie van de bedrijfsprocessen vooralsnog te wensen over. Het vorig jaar overgenomen SIGCO Warenhandel kende een trage start van 2015. IT-systemen moesten worden aangepast aan die van Acomo. Alle kosten met betrekking tot de gelijkschakeling zijn in H1 2015 genomen. Er kan nu, mede met behulp van nieuw management, worden doorgegroei. Bij theehandel Van Rees werd bij een lagere omzet van € 61,9 miljoen (H1 2014: € 70,7 miljoen) een hogere nettowinst geboekt van € 2,2 miljoen (H1 2014: € 1,8 miljoen). De achterliggende periode is het management bij Van Rees vervangen door ambitieuze jonge dertigers en is het kapitaalbeslag naar beneden gebracht. Er bestaat uitzicht op verdere groei, waarbij greenfield operaties in de twee grootste theemarkten, China en India, waar Van Rees nog niet actief is, tot de mogelijkheden behoren. De kleine activiteit Food Ingredients boekte een licht hoger resultaat van € 0,6 miljoen (H1 2014: € 0,5 miljoen) bij een lagere omzet van € 10,8 miljoen (H1 2014: € 11,4 miljoen). Rietkerk is zeer te spreken over de gang van zaken bij dit onderdeel wat zich in de tweede jaarhelft moet kunnen vertalen in een verdere groei. Wij handhaven onze winsttaxatie van 2015 op € 1,45 per aandeel (H1 2014: € 1,40). Tegen de huidige beurskoers van € 20,25 wordt 14x de getaxeerde winst voor de aandelen Acomo betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement 5,6%.

In de maand juli 2015 werden volgens een meting van GfK in Nederland 5% minder nieuwe fietsen verkocht vergeleken met dezelfde periode vorig jaar, maar de omzet steeg wel met 9%. De daling van het aantal verkochte fietsen werd wederom veroorzaakt door het zwakkere branchevreemde kanaal. De afzet daalde hier met ruim 50%. De maand juli stond uiteraard in het teken van de Tour de France en het Grand Départ in Utrecht op 4 juli. Gecombineerd met de warme julimaand bleken dit ideale ingrediënten voor uitstekende fietsverkopen. Het aantal verkochte fietsen steeg in juli met 3% en de gerealiseerde omzet zelfs met 12%. Deze stevige groei kwam vooral uit de segmenten sportief en e-bikes. Zo werden er in juli 20% meer MTB/ATB en sporthybride/racefietsen verkocht vergeleken met dezelfde periode vorig jaar. In omzet een groei van ruim 30%, waaruit een gemiddelde prijsstijging van ruim 10% valt op te maken. Zo gaf de sportieve fietser in juli bijvoorbeeld gemiddeld ruim € 1.100,- uit aan een sporthybride/racefiets. De grootste motor achter de groeicijfers kwam wederom uit het e-bike segment. Het aantal verkochte e-bikes groeide jaar-op-jaar met 21% bij een omzettoename van 24%. Maar liefst 28% van het aantal verkochte fietsen binnen de vakhandel betrof een e-bike. In omzet betekende dit zelfs een aandeel van ruim 54%. Het spreekt vanzelf dat onze deelneming **Accell Group** als marktleider in e-bikes wel vaart bij deze gang van zaken. Ook in de belangrijke Duitse markt, waarvan volgens het Accell-management geen geconsolideerde marktgegevens beschikbaar zijn, is sprake van een krachtige groei van e-bikes en sporthybride/racefietsen. Slechts in Noord-Amerika is sprake van een mindere gang van zaken. Het merk Raleigh dient feitelijk te worden geherpositioneerd in deze markt, terwijl de e-bike in Noord-Amerika naar verwachting pas in de komende jaren gemeengoed zal worden. Niettemin menen wij dat Accell Group goed gesteld is om onze winsttaxatie 2015 van € 1,50 per aandeel (2014: € 1,06) te gaan realiseren. Voor 2016 hanteren wij een prognose van € 1,55. Tegen de huidige beurskoers van € 19,30 worden de aandelen Accell Group gewaardeerd tegen 12,5x de getaxeerde winst 2016. Het bijbehorende dividendrendement laat zich berekenen op 4,7%.

Samenstelling portefeuille

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

<b>Onderneming</b>	<b>Percentage <sup>1</sup></b>
Hunter Douglas	12,7%
TKH Group	11,1%
Nedap	10,8%
Kendrion	10,4%
ASM International	9,4%
Aalberts Industries	9,3%
BE Semiconductor Industries	7,1%
Acomo	7,0%
Brunel International	6,7%
Flow Traders	3,6%
Overige 6 belangen	11,0%
Liquiditeiten en overige	0,9%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

Het marktbeeld wordt begin oktober gekenmerkt door een aanhoudend volatiel koersverloop. De beursomzetten blijven daarbij relatief bescheiden. Internationaal is onveranderd sprake van een hoge M&A-activiteit.

Intussen staan wij aan de vooravond van de publicatie van de cijfers over het derde kwartaal. Wij verwachten hier geen grote afwijkingen van de eerder gesignaleerde (macro) economische trends. Onder voorbehoud van externe excessen op geopolitiek en/of valutair gebied voorzien wij derhalve een gunstige ontwikkeling van de resultaten in het lopende halfjaar.

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.

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 12,4 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,2%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 6 oktober 2015

---

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