

Halfjaarbericht 2014

Add Value Fund N.V.

een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal
gevestigd te Amsterdam, Nederland

Inhoudsopgave

| | |
|--|----|
| Profiel..... | 3 |
| Kerncijfers | 5 |
| Directieverslag | 6 |
| Halfjaarcijfers 2014 | 18 |
| Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening | 21 |
| Overige gegevens..... | 31 |
| Algemene gegevens | 33 |
| Risicoprofiel | 34 |

Profiel

Beleggingsbeleid

Add Value Fund (het “Fonds”) belegt uitsluitend in beursgenoteerde Nederlandse kleine- en middelgrote ondernemingen, de zogenaamde small- en midcaps of “mini-multinationals”, met een beurswaarde van ten minste € 20 miljoen en ten hoogste € 7,5 miljard. De ondernemingen zijn genoteerd op Euronext te Amsterdam of een ander erkend handelsplatform. Het Fonds belegt niet in vastgoed- of andere beleggingsfondsen.

Het beleggingsuniversum bestaat uit circa 60 small- en midcap ondernemingen die van Nederlandse oorsprong zijn dan wel statutair in Nederland zijn gevestigd. Deze ondernemingen zijn veelal wereldwijd actief. Via een “*bottom-up stock picking*” aanpak – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – worden minimaal 10 en maximaal 25 ondernemingen geselecteerd die worden opgenomen in de portefeuille.

De Beheerder voert een actief beleggingsbeleid en hanteert daarbij geen benchmark. Dit beleid steunt op zelfstandige research naar de ondernemingen uit het beleggingsuniversum. Daarnaast wordt gebruik gemaakt van de research van derden om tot een zo optimaal mogelijke oordeelsvorming te komen.

Slechts in incidentele gevallen wordt gebruik gemaakt van derivaten. Het Fonds neemt geen short posities in en leent evenmin (delen van) aandelenposities uit aan derden.

Het gebruik van effectenkrediet tot een maximum van 20% van het belegd vermogen blijft beperkt tot die situaties waarin voor een korte periode overbruggingskrediet benodigd is. Ook kan besloten worden, afhankelijk van de beleggingsvisie, een deel, tot een maximum van 75% van het vermogen in liquide middelen aan te houden.

Het Fonds richt zich op particuliere en professionele beleggers met een lange beleggingshorizon.

Beleggingsdoelstelling

De Beheerder streeft naar de opbouw en het beheer van een geconcentreerde portefeuille met voldoende spreiding. Op middellange termijn, waaronder een termijn van drie tot vijf jaar wordt verstaan, wordt een gemiddelde totale netto beleggingsopbrengst van ten minste 10% op jaarbasis nagestreefd. Deze netto opbrengst is de som van gerealiseerde en ongerealiseerde koerswinsten plus dividendinkomsten minus de door het Fonds gemaakte kosten.

Dividendbeleid

Het Fonds opteert voor het fiscale regime van de fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt onder andere in dat het Fonds onderworpen is aan de Nederlandse vennootschapsbelasting tegen een tarief van 0%.

In beginsel dient de voor uitkering vatbare winst binnen acht maanden na afloop van het boekjaar aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd. In het algemeen mogen koerswinsten op de beleggingen worden toegevoegd aan de herbeleggingsreserve.

Beursnotering en open-end structuur

Add Value Fund is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. De Aandelen zijn genoteerd op de effectenbeurs van Euronext te Amsterdam. De beurskoers van het Aandeel wordt dagelijks gepubliceerd op de website, in de Officiële Prijscourant die beschikbaar is op de website www.aex.nl/opc, en in één of meer Nederlandse dagbladen.

Het Fonds heeft een open-end structuur. Aankoop en verkoop van Aandelen is in beginsel iedere handelsdag mogelijk. De Aandelen worden verhandeld tegen de geldende intrinsieke waarde plus een opslag van 0,5% in geval van netto instroom in het Fonds en tegen de intrinsieke waarde minus 0,5% in geval van netto uitstroom.

Vergunning op grond van de Wet op het financieel toezicht

Het Fonds is een beleggingsinstelling in de zin van de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Add Value Fund Management treedt op als Beheerder en is enig statutair directeur van het Fonds. Add Value Fund Management heeft een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft, toegekend door de Autoriteit Financiële Markten ("AFM"). Op 22 juli jl. is deze vergunning door de toezichthouder van rechtswege omgezet naar een AIFM-vergunning.

Essentiële Beleggersinformatie en prospectus

De Essentiële Beleggersinformatie is de Europese opvolger van de Financiële Bijsluiter. Dit document verschaft essentiële beleggersinformatie aangaande het Fonds. Het is geen marketing materiaal. De verstrekte informatie is bij wet voorgeschreven en is bedoeld om meer inzicht te geven in de aard en de risico's van beleggingen in het Fonds. Beleggers worden geadviseerd deze informatie te lezen opdat met kennis van zaken kan worden besloten al dan niet in het Fonds te beleggen. De Essentiële Beleggersinformatie en het prospectus worden kosteloos verstrekt en zijn tevens gepubliceerd op de website www.addvaluefund.nl.

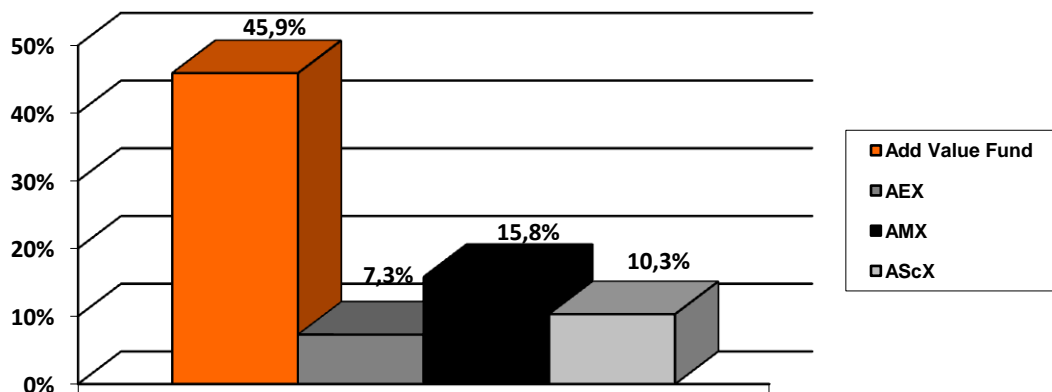
Kerncijfers

De kerncijfers van het Fonds per 30 juni 2014 zijn als volgt:

| | 30-06-2014 | 30-06-2013 | 30-06-2012 | 30-06-2011 |
|---|------------|------------|------------|------------|
| Algemeen | | | | |
| Aantal uitstaande aandelen (ultimo) | 1.980.325 | 1.415.633 | 1.394.054 | 1.611.248 |
| Fondsvermogen (in €, ultimo) | 65.886.217 | 39.215.043 | 40.344.228 | 50.662.526 |
| Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo) | 33,27 | 27,70 | 28,94 | 31,44 |
| Beurskoers per aandeel (in €, ultimo) | 33,44 | 27,56 | 29,08 | 31,59 |
| Hoogste intrinsieke waarde per aandeel (in €) | 35,73 | 33,77 | 31,64 | 33,73 |
| Laagste intrinsieke waarde per aandeel (in €) | 33,24 | 26,92 | 25,00 | 30,47 |
| Dividend per aandeel (in € en contanten) | 0,80 | 0,80 | 0,80 | 0,80 |
| Beleggingsresultaat op basis van intrinsieke waarde per aandeel | +2,9% | -8,5% | +19,0% | -0,5% |

Onderstaande rendementsvergelijking (na kosten en inclusief dividend) over de periode 1 februari 2007 tot en met 30 juni 2014 is uitsluitend bedoeld voor informatiedoeleinden:

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: AVFM / Bloomberg

Directieverslag

Algemeen

Wij bieden u hierbij het verslag aan van Add Value Fund over de periode 1 januari tot en met 30 juni 2014.

Ontwikkeling beleggingsresultaten en fondsvermogen

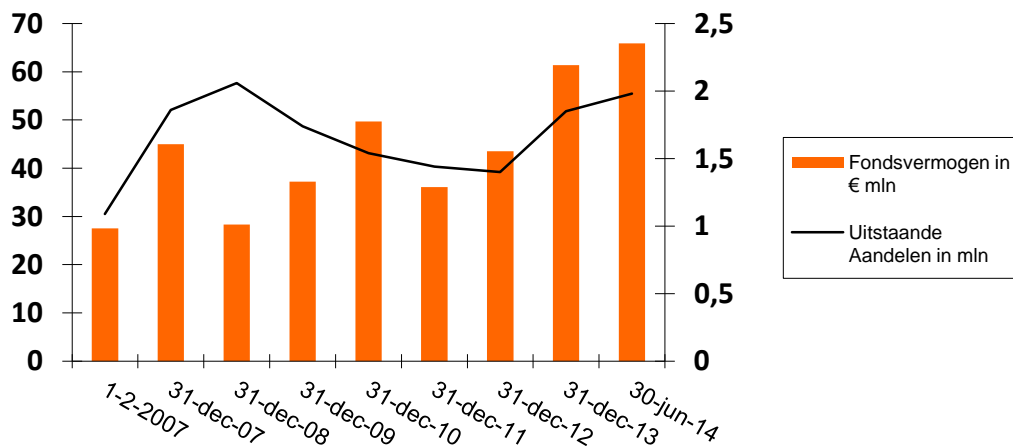
Het Add Value Fund kende een vlakke waardeontwikkeling in de eerste helft van 2014. De intrinsieke waarde per aandeel steeg gedurende deze periode met 0,5% van € 33,12 per ultimo 2013 naar € 33,27 per eind juni 2014. Wanneer het in april uitgekeerde dividend van € 0,80 per aandeel in de berekening wordt betrokken, bedraagt het netto beleggingsresultaat over de eerste zes maanden van dit jaar +2,9%.

In vergelijking met de Nederlandse aandelenindices realiseerde het Fonds in de eerste helft van 2014 een geringe underperformance. De AEX-Index (+4,8%), de Amsterdam Midkap-Index (+3,1%) en de Amsterdam SmallCap Index (+17,3%) presteerden beter over deze periode.

Sinds de start van het Fonds op 1 februari 2007 heeft het Fonds een cumulatieve waardestijging (na kosten en inclusief het dividend) van bijna 46% gerealiseerd. Dit is een beduidend beter resultaat in vergelijking met de AEX-Index (+7%), de Amsterdam Midkap-Index (+16%) en de Amsterdam SmallCap-index (+10%) over dezelfde periode. Overigens heeft Add Value Fund geen officiële benchmark. Genoemde aandelenindices zijn uitsluitend als vergelijkingsmaatstaf vermeld en rendementen zijn inclusief het herbeleggen van dividenden.

Het fondsvermogen steeg in de verslagperiode per saldo met 7,3% van € 61,4 miljoen naar € 65,9 miljoen. Het aantal uitstaande aandelen nam in de verslagperiode met 6,8% toe tot 1.980.325.

Ontwikkeling fondsvermogen en uitstaande aandelen sinds oprichting



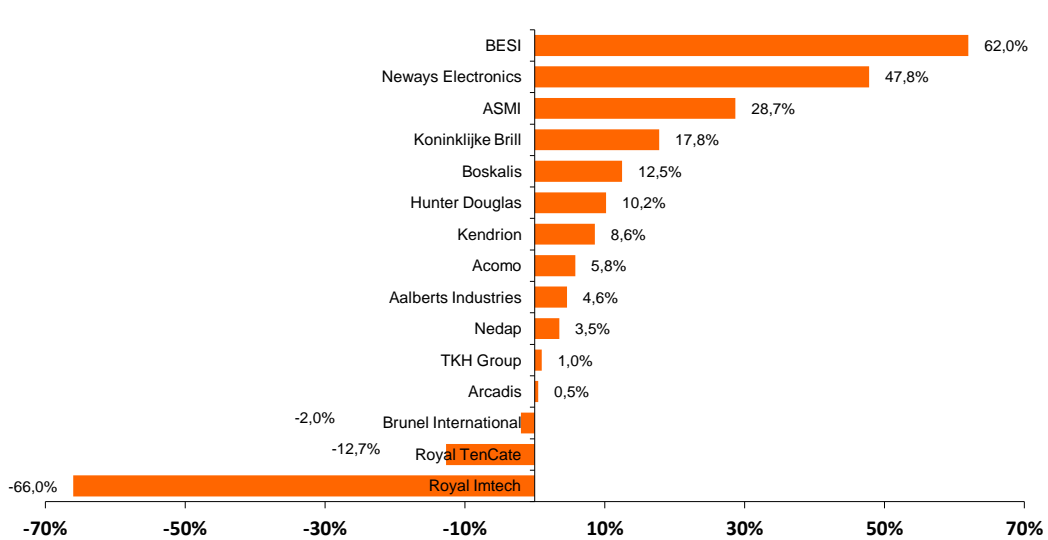
Totstandkoming beleggingsresultaat

De beleggingsomgeving was gedurende de verslagperiode over het algemeen constructief voor de Nederlandse aandelenmarkt. Licht aantrekkende economische groei en de verder dalende kapitaalmarktrente leverden rugwind op. Daar staat echter tegenover dat de sterk blijvende eurokoers de concurrentiepositie van het Nederlandse bedrijfsleven negatief beïnvloedde. In juni volgde er een relatief stevige koerscorrectie als gevolg van een aantal winstwaarschuwingen van individuele ondernemingen, alsmede een toenemende deflatievrees in Europa. Per saldo sloot Add Value Fund het eerste halfjaar af met een bescheiden positief beleggingsresultaat.

Binnen de portefeuille van het fonds leverden de ondernemingen die gerelateerd zijn aan de halfgeleiderindustrie een duidelijk positieve bijdrage aan het beleggingsresultaat. Zowel ASM International, BE Semiconductor Industries als Neways Electronics International boekten ruime *double digit* koerswinsten. De vooruitzichten voor dit segment verbeterden in de loop van het eerste halfjaar. Wij voorzien voor deze aandelen een verdere outperformance in de tweede helft van het verslagjaar. Bovengemiddeld presteerden voorts Hunter Douglas, Kendrion en Koninklijke Brill. Deze deelnemingen realiseerden resultaten conform onze verwachting en bieden uitzicht op een versnelling van de winstgroei in de tweede helft van het jaar. In negatieve zin presteerden Koninklijke TenCate en Royal Imtech. Eerstgenoemde rapporteerde teleurstellende eerste kwartaalcijfers. Bovendien blijft TenCate uiterst gevoelig voor de heersende druk op overheidsbudgetten. Overigens blijft het perspectief op een beduidend winstherstel in de komende jaren intact. De productportefeuille van TenCate beschikt met composieten voor de luchtvaart- en automotive industrie over een sterke troefkaart. Daarnaast houden wij rekening met margeherstel in geosynthetics en kunstgras. Uiterst teleurstellend was wederom de koersontwikkeling van het aandeel Royal Imtech. Na de koersval van 2013 verloor het aandeel in de verslagperiode nog eens 66% van haar waarde. De *turn around* van de resultaten voltrok zich trager dan voorzien, terwijl ook de interestlasten op de omvangrijke schuldpositie een zware wissel trokken op de resultaten. Deze combinatie was koren op de molen van hedgefonds en daghandelaren die substantiële shortposities aangingen en zodoende de beurskoers structureel onder druk zetten. Inmiddels heeft het management van Royal Imtech aangegeven de goed winstgevende ICT-divisie in de verkoop te zetten. Wij verwachten dat deze verkoop op zijn vroegst medio september kan worden aankondigd. De te ontvangen opbrengst zal evenwel niet voldoende zijn om de totale nettoschuld te lenigen, zodat aanvullende actie(s) benodigd is/zijn. Wij houden rekening met een zogenaamde *claimemissie*, waarna Royal Imtech met forse vertraging aan een inhaalrace kan beginnen om het verloren terrein te herwinnen.

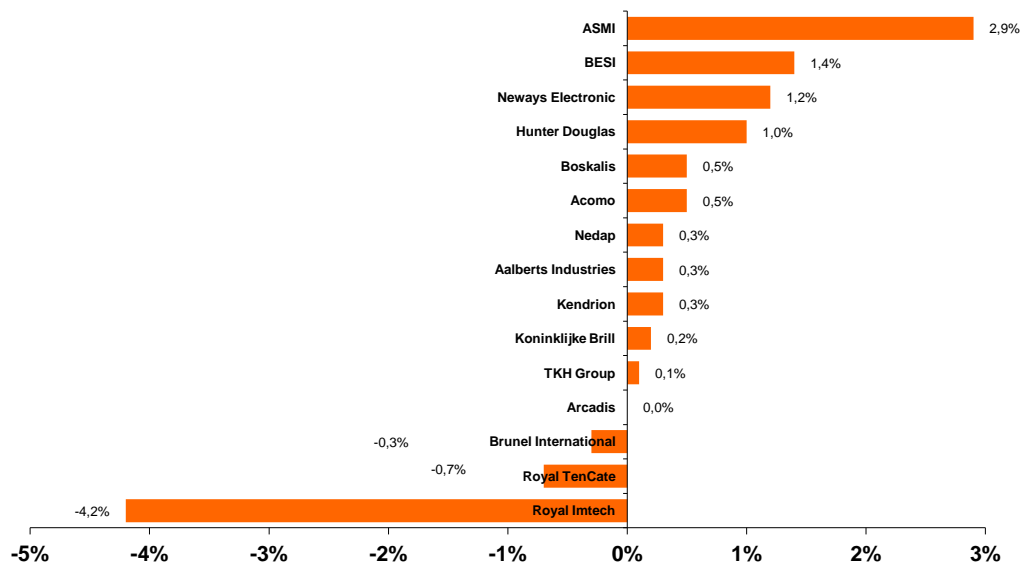
De samenstelling van de portefeuille bleef gedurende de verslagperiode op hoofdlijnen gelijk. Het aantal posities werd met één verkleind tot 15 door aanmelding van ons belang in softwareproducent UNIT4.

Total return (koerswinst + dividend) deelnemingen vanaf 1 januari tot en met 30 juni



Bron: Bloomberg

Performance bijdrage deelnemingen vanaf 1 januari tot en met 30 juni

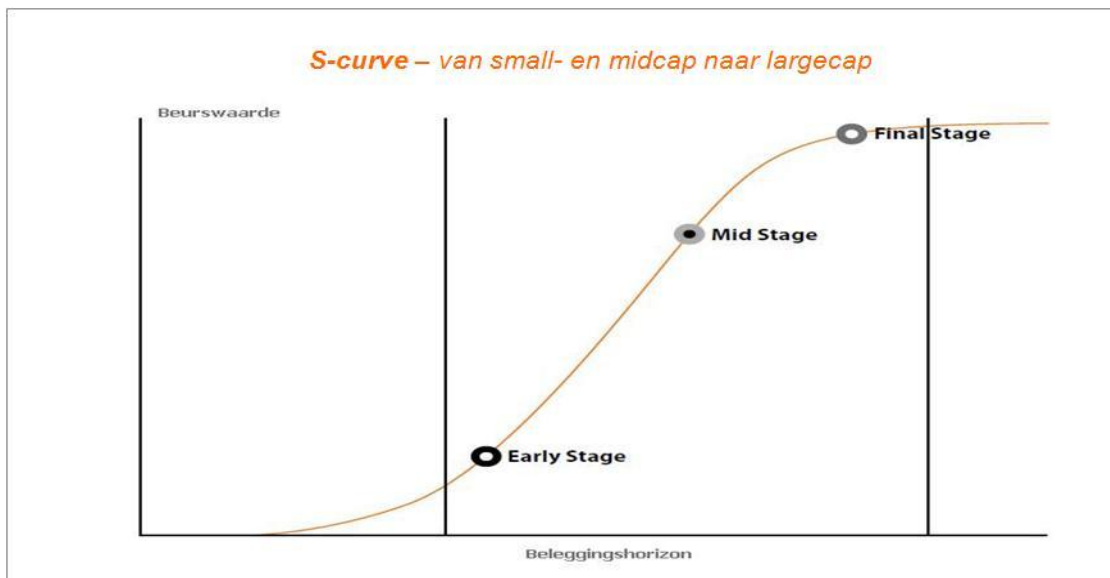


Bron: Bloomberg

Beleggingsfilosofie, -proces en -strategie

In onderstaande grafiek – de zogenaamde “S-curve” – is het werkterrein van Add Value Fund afgebeeld. Het Fonds investeert niet in start-ups, ofwel ter linkerzijde van de *Early Stage*, en evenmin in AEX-fondsen, ofwel het gebied ter rechterzijde van de *Final Stage*. De portefeuille is samengesteld uit een evenwichtige selectie van een kleine groep van relatief snelgroeiende en jonge veelbelovende nichespelers met een innovatieve meerwaarde en een grotere groep industriële en dienstverlenende eersteklas kwaliteitsondernemingen die kunnen bogen op een onderscheidend bedrijfs- en verdienmodel die hun toegevoegde waarde reeds hebben bewezen.

Het Fonds profileert zich als een typische lange termijn belegger: de meerderheid van de ondernemingen zijn al drie tot zeven jaar in portefeuille. Van de 15 ondernemingen in portefeuille zijn er zes zogenaamde smallcaps met een beurswaarde van minder dan € 500 miljoen en tien zogenaamde midcaps met een beurswaarde van meer dan € 500 miljoen. Koninklijke Boskalis Westminster is met een beurswaarde van bijna € 5 miljard de grootste onderneming in de portefeuille. Per 30 juni 2014 was circa 40% van de portefeuille belegd in smallcaps en 60% in midcaps.



Het beleggingsuniversum bestaat uit circa 60 small- en midcap ondernemingen die van Nederlandse oorsprong zijn dan wel statutair in Nederland zijn gevestigd. De totale beurswaarde van deze ondernemingen bedraagt op dit moment meer dan € 65 miljard. Deze ondernemingen zijn veelal wereldwijd actief. Slechts enkele ondernemingen zijn alleen actief in de Benelux. Via een “*bottom-up stock picking*” aanpak – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – worden minimaal 10 en maximaal 25 ondernemingen geselecteerd die worden opgenomen in de portefeuille. Wij maken geen gebruik van technische analyse. In de onderstaande piramide is van beneden naar boven het beleggingsproces weergegeven.



De inrichting van de portefeuille van Add Value Fund is tevens onderhevig aan de mate van liquiditeit van de verschillende beleggingen. Er wordt onderscheid gemaakt tussen redelijk tot goed liquide beleggingen (veelal midcaps) en minder goed liquide beleggingen (veelal small- en microcaps). Voor de minder liquide beleggingen hanteren wij een hogere rendementseis dan voor de meer liquide beleggingen. De portefeuille van Add Value Fund bestaat voor ten hoogste eenderde uit minder liquide aandelen en voor tenminste tweederde uit redelijk tot goed liquide beleggingen.

Binnen het beleggingsuniversum zijn wij continu op zoek naar ondergewaardeerde groeiondernemingen met een focus op 3 kernpijlars:

- 1) **Winstgroei**
- 2) **Waardecreatie**
- 3) **Duurzaam dividend**

- Onder winstgroei wordt verstaan een toename van de samengestelde groei van de winst per aandeel op de lange termijn van circa 7,5% of meer op jaarbasis. De winstgroei van een onderneming is de fundamentele basis voor de koersontwikkeling en waardering van het betreffende aandeel;
- Waardecreatie ontstaat uit het rendement dat wordt gemaakt op ingehouden winsten waarbij gekeken wordt naar rendement op eigen vermogen, rendement op investeringen en rendement op vrije kasstroom van meer dan 10%. Investeringen in productiecapaciteit, onderzoek en ontwikkeling en innovatie leiden doorgaans tot een hogere ondernemingswaarde;
- Duurzaam dividend is de basis voor een aanvangsrendement op de investering die doorgaans jaarlijks 2,5% of meer moet bedragen afhankelijk van de groeistrategie van de onderneming.

Wij hebben de sterke overtuiging dat ondernemingen met een consistente en bovengemiddelde winstgroei, zowel in goede als in slechte economische tijden, tegen een hogere beurswaardering worden verhandeld dan langzaam of niet groeiende ondernemingen met een onvoorspelbaar winstkarakter. De geschiedenis heeft laten zien dat lange termijn winstgroei – *door alle economische cycli* – uiteindelijk de waarde van een onderneming doet toenemen en daarmee de aandelenkoers laat stijgen.

Naast de hierboven genoemde 3 kernpijlers van de beleggingsfilosofie zijn er nog een aantal kwaliteitskenmerken waaraan een onderneming dient te voldoen:

- Bewezen en succesvol bedrijfs- en verdienmodel;
- Succesvol en betrouwbaar management met een goede staat van dienst;
- Heldere strategie, ambities en doelstellingen;
- Marktleider of top-3 positie in de desbetreffende bedrijfstak;
- Actief in groeisectoren met voorkeur voor een hoogtechnologisch en innovatief karakter;
- Sterke financiële resultaten met bewezen en consistente groei van de winst per aandeel;
- Gezonde balansverhoudingen waarbij wordt gekeken naar de solvabiliteit, rentedekking en de verhouding tussen netto schuld en bruto bedrijfsresultaat.

Beleggingsstrategie 2014 en verder

De algemene strategie (zoals hierboven staat omschreven) beoogt een goed gespreide portefeuille van eersteklas Nederlandse small- en midcaps aan te houden die in staat is om ook onder meer uitdagende economische omstandigheden bovengemiddelde resultaten te realiseren tegen benedengemiddelde risico's. De selectie vindt plaats op basis van een zogenaamde *bottom-up stock picking* aanpak, waarbij al in een vroeg stadium van de economische neergang is gefocust op de stabiliteit en voorspelbaarheid van de winstgevendheid van de ondernemingen. Er wordt vanwege de slechte vooruitzichten momenteel niet belegd in financiële instellingen, non-food retailers en bouwondernemingen.

Wij voorzien in de tweede helft van het lopende boekjaar over vrijwel de gehele linie van de portefeuille een stevig winstherstel. Dit is deels het gevolg van het feit dat de tweede helft van het boekjaar 2013 uitgesproken zwak was. Een mogelijk wat zwakkere euro in relatie tot de US dollar zou dit winstherstel meer cachet kunnen geven. Daarnaast zien wij de tendens dat ondernemingen uit de portefeuille hun sterke balansposities gaan aanwenden voor acquisities die alle vrijwel direct aan de winst per aandeel bijdragen. In dit kader noemen wij Aalberts Industries, Acomo, Koninklijke Brill, Neways Electronics International en TKH Group. Slechts voor Koninklijke TenCate en Royal Imtech houden wij vooralsnog rekening met aanhoudende druk op de resultaten.

Bij de analyse van onze deelnemingen zien wij in alle gevallen een heldere visie op weg naar 2016. Elke onderneming is in principe uitstekend gepositioneerd om de komende twee à drie jaar een substantiële waardegroei door te maken. Zodoende is het perspectief om langs de S-curve ruimschoots positieve waarde te genereren momenteel als uitstekend aan te merken.

Beleggingsportefeuille

De beleggingsportefeuille bestaat per 30 juni 2014 uit de volgende deelnemingen (op volgorde van weging van hoog naar laag):

ASM International – weging: 13,8%

Geïntegreerde toeleverancier voor de halfgeleiderindustrie. Sterke marktposities in zowel front-end als back-end (via een 40%-deelneming in ASM PT) met nadruk op het Verre Oosten. ASMI is toonaangevend en de absolute marktleider (circa 75% marktaandeel) op het gebied van de (PE)ALD-technologie die de komende jaren in toenemende mate de benchmark voor de front-end sector zal zijn. Naar verwachting zal ASMI sterk blijven profiteren van de aantrekkende semiconductor markt, ook in 2015. De onderneming is een van de vier deelnemingen in portefeuille met een netto kaspositie.

Hunter Douglas – weging: 10,6%

De wereldmarktleider in raambekleding (o.a. Luxaflex) hanteert een ijzersterk bedrijfsmodel waarmee de onderneming glansrijk uit de financiële crisis is gekomen. Er wordt gestaag marktaandeel gewonnen in de volwassen markten van Noord-Amerika en Europa. De echte groei moet de komende jaren uit Azië (China, India) en Latijns Amerika komen, waarbij ook voor de architectonische productendivisie een belangrijke rol is weggelegd. Denk aan het WK Voetbal (2014) en de Olympische Spelen (2016) in Brazilië.

Nedap – weging: 10,3%

Wie innovatie zegt, zegt Nedap! De Groenlose onderneming heeft in 2012 het proces van afbouw van de laag renderende toeleveringsactiviteiten afgesloten en richt zich sindsdien op de uitbouw van de kernactiviteiten onder de eigen Nedap-merknaam. Onder andere Europees marktleider in Security Management en sterk expansief op de Chinese Agri-markt met vernuftige technische oplossingen. In 2013 werd stevig geïnvesteerd in toekomstige groei, mede waardoor de nettowinst eenmalig lager uitkwam. Op termijn voorzien wij een jaarlijkse autonome omzetgroei van 5 – 10% met een operationele marge van 10%.

Brunel International – weging: 8,4%

Europese detacheerder op het gebied van financiële-, IT-, Legal-, Marketing en Communicatie specialisten en ingenieursdiensten. Daarnaast wereldmarktleider in energie-gerelateerde 'white collar' diensten. Brunel lijkt optimaal te profiteren van het flexibeler worden van de groeiende Duitse economie en de stijgende penetratiegraad van flexibele arbeid. De ijzersterke balansverhoudingen (geen schuld en goodwill op de balans) garanderen een blijvende toppositie voor de sterk expanderende Energie-divisie.

Acomo – weging: 8,3%

Toonaangevend handelshuis in specerijen, noten, thee, zonnebloempitten en voedingsingrediënten. De groep weet telkenmale kundig in te spelen op de grote prijsvolatiliteit in *soft commodities*. Na twee grote overnames (theehandelshuis Van Rees en zonnebloempitten-veredelaar/handelaar Red River) in 2010 is het aandeel Acomo ook op de radar van grotere beleggers verschenen. Het solide dividendrendement van ruim 4% op jaarbasis onderbouwt het kwaliteitsimago van deze Rotterdamse deelneming die wereldwijd actief is in circa 90 landen.

Kendrion – weging: 7,7%

Producent en wereldmarktleider op het gebied van elektromagneten. Door de overname van de Duitse sectorgenoot Kuhnke AG in 2013 zullen synergie- en schaalvoordelen de omzet- en winstgroei versnellen. Voor 2014 en 2015 voorzien wij een krachtige groei van de winst per aandeel naar respectievelijk € 1,85 en € 2,25. Tegen de huidige beurskoers van € 23,80 wordt circa 10,6 maal de verwachte winst 2015 voor de aandelen Kendrion betaald en komt het dividendrendement op circa 3,5%.

TKH Group – weging: 7,6%

Technische dienstverlener die de laatste jaren steeds weer bewijst waarde te kunnen toevoegen voor haar klanten. Met name de sterke groei van de bandenbouwdivisie spreekt tot de verbeelding. De groei zal de komende jaren in toenemende mate voortkomen uit een zorgvuldig geselecteerde groep van product-markt oplossingen, welke is gebaseerd op vier kerntechnologieën: vision & security, communication, connectivity en manufacturing systems. Deze marktbenadering zou de komende 3 tot 5

jaar tot een additionele omzet van € 300 tot 500 miljoen moeten leiden met bovengemiddelde (> 10%) EBIT-marge.

Aalberts Industries – weging: 7,2%

Sterk presterende toeleverancier van industriële diensten en specialist op het gebied van Flow Control. Een voortreffelijk track record van resultaten wordt gecombineerd met een ijzersterke balans – solvabiliteit > 50%. Aalberts Industries opereert vanuit kracht en is in staat om ook de komende jaren de concurrentie achter zich te laten. Key account management en cross selling initiatieven stuwen de autonome groei. Acquisities zijn onder leiding van CEO Wim Pelsma de laatste jaren wat naar de achtergrond verdrongen, maar kunnen het track record de komende periode een extra dimensie geven door de aangekondigde acquisities van Flamco Group en Impreglon.

BE Semiconductor Industries – weging: 5,9%

Middelgrote gespecialiseerde toeleverancier aan de semi-conductor industrie van Nederlandse oorsprong maar met een internationale uitstraling met vestigingen in Europa, Azië en Noord-Amerika. Sinds een transformatie in 2008 is de schaal en marktpenetratie van BESI belangrijk toegenomen. De strategische positionering in Die Attach en Advanced Packaging heeft geresulteerd in een versterking van de omzetgroei en in hogere bruto marges. Een continue proces van rationalisatie, waaronder verplaatsing van de productie van Europa naar Azië, heeft ervoor gezorgd dat de nettowinst goed op peil bleef in een periode waarin de markten waarop BESI actief is, krompen. Nu deze markten weer aantrekken, profiteert de onderneming bovengemiddeld. Ook BESI beschikt over een ruime netto kaspositie. De aandelen doen een discount van 15 tot 30% in vergelijking met ondernemingen uit de peer group.

Koninklijke TenCate – weging: 5,2%

Wereldwijd actief in textieltechnologie op een veelheid van product-markt combinaties. Doelstelling is de komende jaren te komen tot een verbreding van de winstgevendheid van het concern, waardoor de afhankelijkheid van succesvolle 'product champions' als Defender-M, vlamwerende kleding voor militairen in oorlogsgebied, afneemt. De voortekenen hiervoor zijn uitstekend, met name op het gebied van composietmaterialen voor de auto- en vliegtuigindustrie, alsmede op het gebied van inkjettechnologie. Daarnaast lijkt een verbeterde winstgevendheid van de kunstgrasdivisie, na jaren van onvoldoende rendement, eindelijk realiteit te worden.

Neways Electronics International – weging: 3,7%

Van een printplatenproducent is Neways uit Son bij Eindhoven getransformeerd in een one-stop dienstverlener van OEM's uit de hors-categorie, zoals Philips, ASML en FEI. Neways beschikt over goed gepositioneerde werkmaatschappijen in China en Slowakije om haar klanten optimaal te kunnen bedienen. In 2013 zijn, na een brand in de fabriek, de activiteiten van de verlieslatende werkmaatschappij in Kassel (Duitsland) beëindigd. De opdrachten van klanten zijn ondergebracht bij andere werkmaatschappijen, waardoor de bezettingsgraad van de groep als geheel aanzienlijk is verbeterd. De overname van de Duitse BuS Groep medio dit jaar geeft Neways een aanzienlijke omzet- en winstimpuls. Met een licht aantrekkende wereldeconomie en een belangrijk lagere belastingdruk mag van Neways Electronics International in 2014 en komende jaren een solide nettowinst worden verwacht.

Koninklijke Boskalis Westminster – gewing: 3,2%

Internationale dienstverlener op het gebied van baggeren, offshore energy en inland infra. Via de werkmaatschappij SMIT zijn er activiteiten in sleepdiensten en scheepsbergingen. De overname van Dockwise begin 2013 en Fairstar biedt nieuwe strategische mogelijkheden voor een versnelde groei van de offshore dienstverlening aan klanten in de olie- en gasector. Op basis van onze taxaties van de winst per aandeel en dividend 2014 noteert het aandeel Boskalis op een aantrekkelijke multiple van circa 15x de verwachte winst en een stevig dividendrendement van ruim 3%.

Arcadis – gewing: 2,5%

Toonaangevend international advies-, ontwerp-, projectmanagement en ingenieursorganisatie die oplossingen levert op de gebieden infrastructuur, water, milieu en gebouwen. Mooie geografische spreiding van de omzet met hoge toegevoegde waarde in Noord-Amerika, Azië en Europa. Cross selling is in toenemende mate bepalend voor het succes in de toekomst. Onder leiding van CEO Neil McArthur staat Arcadis aan de vooravond van een versterkte groei van de winst per aandeel. Een sterkere US dollar tegen de Euro zal het winstmomentum verder doen versterken.

Royal Imtech – gewing: 2,2%

Technische dienstverlening in en buiten Europa op het gebied van elektrotechniek en werktuigbouwkunde in combinatie met ICT-oplossingen. Meer dan 35% van de jaarlijkse omzet is wederkerend in de vorm van lange termijn service- en onderhoudscontracten. Het 'groene' karakter – meer dan 50% van de groepsomzet – verschaft Imtech een voorkeurspositie bij het binnenhalen van duurzame energie-efficiënte opdrachten. Na de fraude-affaire van 2013 moet Imtech in de tweede helft van 2014 de weg naar winst- en koersherstel weer kunnen inzetten. Een aanvullende winstverwaterende claimmissie is, naast verkoop van de ICT-divisie, benodigd om weer goed winstgevend te kunnen opereren.

Koninklijke Brill – gewing: 1,8%

Met een beurswaarde van circa € 47 miljoen de kleinste onderneming in de portefeuille. Brill is een goed renderende wetenschappelijke uitgever uit Leiden met een sterk internationaal gerichte focus op met name universiteitsbibliotheken. Een bescheiden doch gestage autonome omzetgroei wordt gecombineerd met een actief acquisitiebeleid dat zich kenmerkt door een nadruk op humaniora, internationaal recht, biologie en wetenschapsgeschiedenis. De waardering ter beurse is met een koers/winstverhouding van ruim 15 en een dividendrendement van circa 5% op basis van de verwachte winst/dividend 2014, alleszins attractief.

Vooruitzichten 2014 en verder

Sinds het uitbreken van de financiële en economische crisis in 2008/09 is het uitspreken van verwachtingen een hachelijke zaak geworden. Menige beursgenoteerde onderneming waagt zich sindsdien niet meer aan het geven van concrete prognoses voor de komende periode. Veeleer wordt gekozen voor kwalitatieve statements, vanzelfsprekend met de bekende nuancerende toevoeging: *'onvoorzienne omstandigheden voorbehouden'*.

Het zal dan ook niet als verrassing komen dat wij, als lange termijn belegger in enkele van deze ondernemingen, onder de huidige door grote onzekerheden gekenmerkte marktomstandigheden, met enige terughoudendheid onze voorspellingen presenteren.

Niettemin zijn wij van mening dat de perspectieven voor waardeappreciatie van de deelnemingen in onze portefeuille onverminderd gunstig zijn:

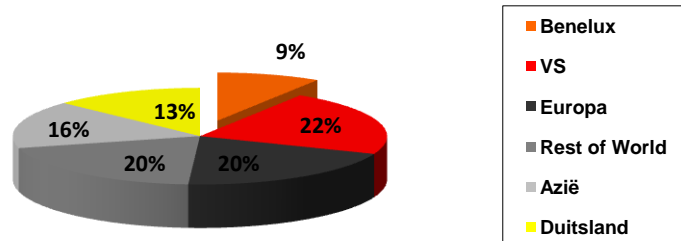
- De lessen van de eerste scherpe recessie van 2008/09 en de eurocrisis van 2010/11 zijn ter harte genomen. Anno 2014 zijn de door ons geselecteerde ondernemingen per definitie *meaner, leaner and stronger* en hebben ze de beschikking over voldoende financiële middelen en een sterke balans met relatief weinig of geen rentedragende schulden;
- Daarnaast profiteert deze categorie ondernemingen van de historisch ultralage rentetarieven. Hierdoor dalen per saldo de rentelasten en kunnen ze goedkoper dan ooit (her)financieren voor investeringen en/of overnames;
- De betreffende ondernemingen winnen marktaandeel; concurrerende bedrijven missen op meerdere punten de aansluiting, vanwege (1) een gebrek aan schaalomvang en competenties (2) onvermogen om te (blijven) investeren in de noodzakelijke R&D expansie en (3) het niet kunnen behouden/vastleggen van kwalitatief hoogwaardige werknemers;

De meerderheid van de ondernemingen in de portefeuille bevindt zich momenteel in de stijl oplopende fase van de *S-curve* en zal dientengevolge in 2014/15 een autonome groei van omzet en winst per aandeel tonen. Hiertegenover staat de realiteit van een nog altijd laag momentum van economische groei in de Westeuropese markten. Bovendien moet rekening worden gehouden met aanhoudende overheidsbesparingen die de bestedingsruimte van bedrijven en particulieren onder druk zetten. Echter, het is vooral de politieke onzekerheid – in Nederland en Europa – die beleggers naar verwachting terughoudend zal laten opereren.

Wij hebben onze winsttaxaties voor 2014 en 2015 recent tegen het licht gehouden. Onder de aanname van 1,0 – 1,5% economische groei in West-Europa in 2014 en een wederom lichte groei van 2% in 2015 verwachten wij dat de ondernemingen in de portefeuille van Add Value Fund toch een behoorlijke stijging van de winst per aandeel kunnen realiseren. Nagenoeg alle Nederlandse *'mini multinationals'* zijn wereldwijd actief en profiteren sterk van structurele groeitrends zoals:

- Vergrijzing
- Groene technologie
- Agri
- Cloud computing
- Veiligheid en bescherming
- Soft commodities
- Water, milieu en infra

Geografische omzetspreiding portefeuille

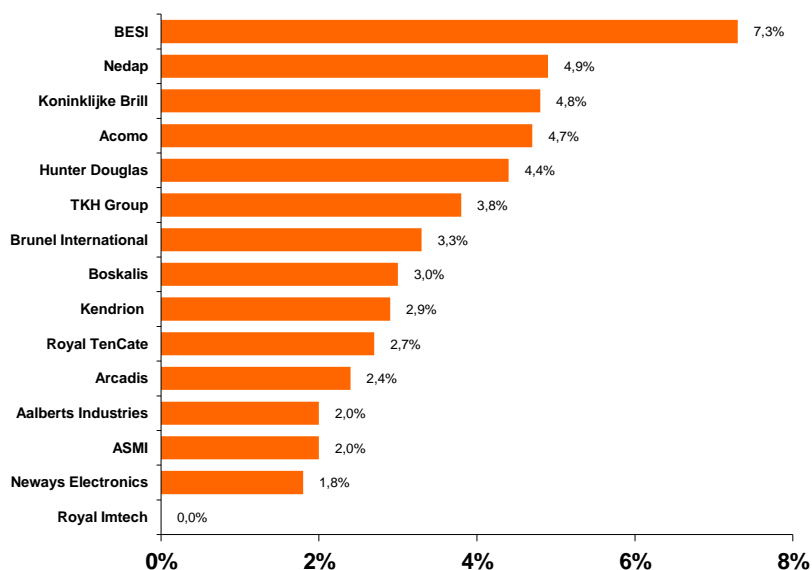


Bron: AVFM

Verder past de opmerking dat vier van de vijftien ondernemingen in de portefeuille over een netto kaspositie beschikken. Voorts zij vermeld dat ondernemingen sterk kunnen profiteren van eventuele toekomstige fusies en overnames.

Wij zijn ervan overtuigd dat de uitgangspositie van de ondernemingen in de portefeuille zodanig sterk is, dat ook in een fase van lage economische groei en algemene maatschappelijke onzekerheid, Add Value Fund een tevredenstellend totaal beleggingsresultaat moet kunnen realiseren. Het geïndiceerde bruto dividendrendement van circa 3,5% van de ondernemingen in portefeuille voor het lopende boekjaar vormt voor deze verwachting een goede ondersteuning.

Verwacht bruto dividendrendement 2014 per deelneming



Taxatie: AVFM

Peildatum: 23/07/2014

Stembeleid Add Value Fund

Als beleid geldt dat vertegenwoordigers van Add Value Fund zoveel mogelijk aanwezig zullen zijn op de aandeelhoudersvergaderingen van de ondernemingen waarin wordt belegd. Voor zover relevant zal een actieve rol worden vervuld tijdens deze vergaderingen.

In 2014 zijn wij aanwezig geweest op de aandeelhoudersvergaderingen van 12 deelnemingen uit de portefeuille. In deze vergaderingen is gebruik gemaakt van het stemrecht, waarbij in alle gevallen is ingestemd met de geagendeerde voorstellen, met uitzondering van de BAVA van UNIT4 waar op enkele agendapunten is onthouden van stemmen. Wij waren het niet eens met de hoogte van de bieding door Advent International en besloten daarom de Raad van Commissarissen van UNIT4 niet te dechargeren.

Ratings & Awards

De bovengemiddelde resultaten sinds oprichting hebben geresulteerd in de volgende ratings en awards:

- Een 4-sterrenrating van Morningstar op basis van een 5-jarig track record. Over een 5-jaars periode staat het Fonds op de tweede plaats in de categorie Nederlandse Aandelen. (peildatum: 22/07/2014);
- Een Bronze-rating van Morningstar. In deze fondsanalyse wordt niet alleen gekeken naar het fondsrendement, maar ook naar het beheerteam, fondshuis, beleggingsproces en fondskosten;
- De fondsbeheerders hebben allebei een A-rating van Citywire;
- Winnaar van de Morningstar Award 2013 in de categorie Nederlandse Aandelen;
- Winnaar van de Lipper Fund Award 2011 en 2012 in de categorie Nederlandse Aandelen;
- Winnaar van de vwd CASH Fund Award 2013 en 2014 in de categorie Nederlandse Aandelen.

Daarnaast is Add Value Fund in 2013, samen met de ASN beleggingsfondsen, door de VEB en Morningstar uitgeroepen tot het meest transparante beleggingsfonds van Nederland.

Principles of Fund Governance

Als Beheerder van Add Value Fund hebben wij zogeheten Principles of Fund Governance op onze website geplaatst. Deze principles zijn een vorm van zelfregulering waarbij de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) richtlijnen en best practices heeft aangegeven. Het doel van de principles is het geven van nadere richtlijnen voor de organisatorische opzet en werkwijze van fondsbeheerders. Wij volgen deze richtlijnen.

Amsterdam, 21 augustus 2014

De Directie,
Add Value Fund Management B.V.

Halfjaarcijfers 2014

Balans per 30 juni 2014

(voor resultaatbestemming, bedragen in € 1.000)

| | | 30 juni 2014 | 31 december 2013 |
|--|----|---------------|------------------|
| Activa | | | |
| Beleggingen | | | |
| Aandelen | 1 | 64.845 | 59.976 |
| Vorderingen | | | |
| Vorderingen uit hoofde van uitgegeven aandelen | 2 | 166 | 3 |
| Overige vorderingen | 3 | 300 | 303 |
| Overlopende activa | | 14 | 8 |
| | | 480 | 314 |
| Overige activa | | | |
| Oprichtingskosten | 4 | 10 | 16 |
| Liquide middelen | 5 | 735 | 1.240 |
| | | 745 | 1.256 |
| Totaal activa | | 66.070 | 61.546 |
| Passiva | | | |
| Eigen vermogen | | | |
| Geplaatst kapitaal | 6 | 4.951 | 4.637 |
| Agioreserve | 7 | 45.075 | 41.091 |
| Algemene reserve | 8 | 14.115 | 10.508 |
| Onverdeelde winst | 9 | 1.745 | 5.186 |
| | | 65.886 | 61.422 |
| Kortlopende schulden | | | |
| Schulden uit hoofde van effectentransacties | 10 | 43 | - |
| Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen | 11 | 27 | - |
| Te betalen beheervergoeding | 12 | 99 | 90 |
| Overlopende passiva | 13 | 15 | 34 |
| | | 184 | 124 |
| Totaal passiva | | 66.070 | 61.546 |
| Intrinsieke waarde per aandeel | | € 33,27 | € 33,12 |

Winst- en verliesrekening 1 januari – 30 juni 2014

(bedragen in € 1.000)

| | | 01-01-2014 / 30-06-2014 | 01-01-2013 / 30-06-2013 |
|-------------------------------------|----|----------------------------|----------------------------|
| Bedrijfsopbrengsten | | | |
| Opbrengsten uit beleggingen | 14 | 1.557 | 914 |
| Waardeveranderingen van beleggingen | 15 | 810 | -4.297 |
| Interest | | - | - |
| Overige bedrijfsopbrengsten | 16 | 57 | 23 |
| Som der bedrijfsopbrengsten | | 2.424 | -3.360 |
| Bedrijfslasten | | | |
| Beheerkosten | 17 | 585 | 374 |
| Afschrijving oprichtingskosten | 3 | 6 | 6 |
| Overige bedrijfskosten | 18 | 88 | 69 |
| Som der bedrijfslasten | | 679 | 449 |
| Netto resultaat | | 1.745 | -3.809 |

Kasstroomoverzicht 1 januari – 30 juni 2014

(bedragen in € 1.000)

| | | 01-01-2014 / 30-06-2014 | 01-01-2013 / 30-06-2013 |
|--|--|----------------------------|----------------------------|
| Kasstroom uit beleggingsactiviteiten | | | |
| Netto resultaat | | 1.745 | -3.809 |
| Mutatie beleggingen | | -4.869 | 2.453 |
| Mutatie vorderingen | | -166 | -120 |
| Mutatie kortlopende schulden | | 60 | 170 |
| Afschrijvingen | | 6 | 6 |
| Totaal kasstroom uit beleggingsactiviteiten | | -3.224 | -1.300 |
| Kasstroom uit financieringsactiviteiten | | | |
| Ontvangen bij (her-) plaatsing eigen aandelen | | 9.886 | 3.918 |
| Betaald bij inkoop eigen aandelen | | -5.588 | -3.221 |
| Dividenduitkeringen | | -1.579 | -1.146 |
| Totaal kasstroom uit financieringsactiviteiten | | 2.719 | -449 |
| Mutatie geldmiddelen | | -505 | -1.749 |

Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening

Algemeen

Add Value Fund N.V. is een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal, zoals omschreven in artikel 2:76a van het Burgerlijk Wetboek en is voor onbepaalde tijd opgericht bij akte van 31 maart 2010, verleden voor notaris mr. K. Stelling te Amsterdam.

Het Fonds is statutair gevestigd te Amsterdam en is ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 34388204.

Add Value Fund opteert voor het fiscale regime van de fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt onder andere in dat het Fonds onderworpen is aan de Nederlandse vennootschapsbelasting tegen een tarief van 0%.

In beginsel dient de voor uitkering vatbare winst binnen acht maanden na afloop van het boekjaar aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd. In het algemeen mogen koerswinsten op de beleggingen worden toegevoegd aan de herbeleggingsreserve.

De Aandelen zijn genoteerd op de effectenbeurs van Euronext te Amsterdam. Onder de voorwaarden zoals omschreven in het Prospectus kunnen Aandelen iedere handelsdag worden aangekocht dan wel verkocht. Onder bepaalde omstandigheden kan de inkoop van Aandelen (tijdelijk) worden opgeschort. De ISIN code is NL0009388743. De symbol/ticker code is AVFNV.

Het halfjaarbericht is opgesteld conform in Nederland algemeen aanvaarde grondslagen voor financiële verslaggeving, in overeenstemming met Titel 9, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en met de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode. Alle bedragen luiden in euro's, tenzij anders vermeld. Voor vergelijkingsdoeleinden zijn, daar waar nodig, de vergelijkende cijfers aangepast.

Het boekjaar van Add Value Fund N.V. loopt van 1 januari tot en met 31 december 2014. In de periode 1 februari 2007 tot en met 30 maart 2010 was Add Value Fund een fonds voor gemene rekening met een semi open-end karakter. Alle daarvoor in aanmerking komende activa en passiva zijn per 31 maart 2010 door Add Value Fund N.V. overgenomen van Add Value Fund als fonds voor gemene rekening.

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

Waarderingsgrondslagen

Waardering van beleggingen en overige activa en passiva

De waardering van activa en passiva geschiedt naar maatstaven die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd.

Ten behoeve van de bepaling van het fondsvermogen worden de beleggingen en overige activa en passiva van het Fonds als volgt gewaardeerd:

- beursgenoteerde effecten worden gewaardeerd tegen de officiële slotkoers van de vorige handelsdag of, indien geen notering heeft plaatsgevonden, tegen het gemiddelde van de bied- en laatkoers van de vorige handelsdag of op de door de directie vastgestelde reële waarde indien dit in het belang van de aandeelhouders is;
- liquide middelen en deposito's worden gewaardeerd tegen nominale waarde;
- overige activa en passiva worden eveneens gewaardeerd tegen nominale waarde. Hieronder vallen onder meer geactiveerde kosten, opgelopen nog niet uitgekeerde rente, betaalbaar gestelde nog niet ontvangen dividenden en verschuldigde nog niet in rekening gebrachte kosten en vergoedingen;
- geactiveerde oprichtingskosten worden afgeschreven in vijf jaar;
- activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omgerekend naar euro op basis van de actuele valutakoersen.

Bepaling resultaat

Het resultaat wordt bepaald door de aan de verslagperiode toe te rekenen gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten, dividenden en interest te verminderen met de aan de verslagperiode toe te rekenen lasten. De in de verslagperiode opgetreden gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten worden bepaald door op de verkoopopbrengst dan wel de balanswaarde aan het einde van de verslagperiode de aankoopwaarde dan wel de balanswaarde aan het einde van de vorige verslagperiode in mindering te brengen.

Toelichting op specifieke posten van de balans

1. Aandelen

Alle beleggingen hebben betrekking op (certificaten van) aandelen in de genoemde beursgenoteerde ondernemingen.

De mutaties in de beleggingen in aandelen zijn hieronder gespecificeerd (bedragen in € 1.000):

| | | |
|-------------------------------------|------------|----------------------|
| Stand begin verslagperiode | | 59.976 |
| Aankopen | 13.940 | |
| Verkopen | -9.881 | |
| Waardeveranderingen van beleggingen | <u>810</u> | <u>4.869</u> |
| Stand einde verslagperiode | | <u><u>64.845</u></u> |

De specificatie van de beleggingen in aandelen per 30 juni 2014 is als volgt (koers: bedragen in €, waarde: bedragen in € 1.000):

| Belegging | Aantal | Koers | Waarde | % |
|----------------------------------|---------------|--------------|---------------|----------|
| ASM International | 300.000 | 30,30 | 9.090 | 14,0% |
| Hunter Douglas | 200.000 | 35,00 | 7.000 | 10,8% |
| Nedap | 225.000 | 30,03 | 6.757 | 10,4% |
| Brunel International | 260.000 | 21,31 | 5.542 | 8,6% |
| Acomo | 325.000 | 16,91 | 5.497 | 8,5% |
| Kendrion | 200.000 | 25,34 | 5.069 | 7,8% |
| TKH Group | 200.000 | 24,90 | 4.981 | 7,7% |
| Aalberts Industries | 200.000 | 23,84 | 4.769 | 7,4% |
| BE Semiconductor Industries | 300.000 | 12,94 | 3.884 | 6,0% |
| Koninklijke TenCate | 175.000 | 19,55 | 3.422 | 5,3% |
| Neways Electronics International | 273.864 | 8,99 | 2.462 | 3,8% |
| Koninklijke Boskalis Westminster | 50.000 | 41,88 | 2.094 | 3,2% |
| Arcadis | 65.000 | 25,17 | 1.636 | 2,5% |
| Royal Imtech | 2.000.000 | 0,72 | 1.452 | 2,2% |
| Koninklijke Brill | 47.697 | 24,94 | 1.190 | 1,8% |
| | | | 64.845 | 100,0% |

De transactiekosten die gemoeid zijn met de aan- en verkopen van de beleggingen bedragen 0,1% van de effectieve waarde.

2. Vorderingen uit hoofde van uitgegeven aandelen

Deze post betreft de nog te ontvangen bedragen uit hoofde van uitgegeven aandelen aan toegestreden beleggers.

3. Overige vorderingen

Deze post heeft betrekking op te verrekenen dividendbelasting uit hoofde van de zogenaamde afdrachtvermindering.

4. Oprichtingskosten

De oprichtingskosten van het Fonds worden in vijf jaar afgeschreven. De enige mutatie in de verslagperiode heeft betrekking op de jaarlijkse afschrijvingen.

5. Liquide middelen

Dit betreft het rekening-courant saldo bij KAS BANK N.V. van € 735.096. Dit bedrag staat ter vrije beschikking van het Fonds.

Eigen vermogen

6. Geplaatst kapitaal

Het maatschappelijk kapitaal per 30 juni 2014 bedraagt nominaal € 15.000.010 en is verdeeld in 6.000.000 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen van elk € 2,50. Hiervan is geplaatst en volgestort € 4.950.813 (1.980.321 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen).

De mutaties in het geplaatst kapitaal zijn als volgt (bedragen in € 1.000):

| | 2014 aantal | 2014 bedragen |
|----------------------------|------------------------|--------------------------|
| Stand begin verslagperiode | 1.854.766 | 4.637 |
| Uitgegeven / geplaatst | 288.978 | 722 |
| Ingekocht | <u>-163.419</u> | <u>-408</u> |
| | <u>125.559</u> | <u>314</u> |
| Stand einde verslagperiode | <u>1.980.325</u> | <u>4.951</u> |

7. Agioreserve

Deze post betreft het saldo van het gestorte agio begrepen in de plaatsingen en inkopen van aandelen, welke gedurende de verslagperiode hebben plaatsgevonden.

Het verloop van de agioreserve is als volgt (bedragen in € 1.000):

| | |
|----------------------------------|---------------|
| Stand begin verslagperiode | 41.091 |
| Gestort bij uitgifte / plaatsing | 9.164 |
| Onttrokken bij inkoop | <u>-5.180</u> |
| | <u>3.984</u> |
| Stand einde verslagperiode | <u>45.075</u> |

8. Algemene reserve

Het verloop van deze post is als volgt (bedragen in € 1.000):

| | |
|---|---------------|
| Stand begin verslagperiode | 10.508 |
| Dividenduitkering | -1.579 |
| Onverdeeld resultaat voorgaand boekjaar | <u>5.186</u> |
| | <u>3.607</u> |
| Stand einde verslagperiode | <u>14.115</u> |

Van de algemene reserve dient € 9.688 als wettelijke reserve te worden aangehouden in verband met de geactiveerde oprichtingskosten.

9. Onverdeeld resultaat

Het verloop van deze post is als volgt (bedragen in € 1.000):

| | |
|--------------------------------|---------------------|
| Stand begin verslagperiode | 5.186 |
| Ten laste van algemene reserve | - 5.186 |
| Resultaat lopend boekjaar | <u>1.745</u> |
| | <u>-3.441</u> |
| Stand einde verslagperiode | <u><u>1.745</u></u> |

10. Schulden uit hoofde van effectentransacties

Deze post betreft de nog te betalen bedragen naar aanleiding van verrichte aankopen door het Fonds.

11. Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen

Deze post betreft de nog te betalen bedragen uit hoofde van ingekochte aandelen aan uitgetreden beleggers.

12. Te betalen beheervergoeding

Deze post betreft de verschuldigde beheervergoeding over de laatste maand van de verslagperiode.

13. Overlopende passiva

Onder deze post zijn reserveringen uit hoofde van met name marketingkosten, accountants- en advieskosten, kosten toezicht AFM en DNB, kosten NYSE Euronext, vergoedingen aan de Raad van Commissarissen en bankkosten opgenomen.

Toelichting op specifieke posten van de winst- en verliesrekening

14. Opbrengsten uit beleggingen

Hieronder zijn de dividendopbrengsten verantwoord die gedurende de verslagperiode aan het Fonds zijn toe te rekenen.

15. Waardeveranderingen van beleggingen

Dit betreft de gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten op beleggingen, inclusief ontvangen aandelen uit hoofde van stockdividenden. De uitsplitsing is als volgt (bedragen in € 1.000):

| | 2014 | 2013 |
|---------------------------------|-------------------|----------------------|
| Gerealiseerde koersresultaten | 4.709 | -857 |
| Ongerealiseerde koersresultaten | <u>-3.899</u> | <u>-3.440</u> |
| Totaal | <u><u>810</u></u> | <u><u>-4.297</u></u> |

16. Overige bedrijfsopbrengsten

Onder deze post zijn de ontvangen op- en afslagen verantwoord in verband uitgegeven en ingekochte aandelen van het Fonds vanwege toe- en uittreedende beleggers.

17. Beheerkosten

Het beheer van het fondsvermogen, inclusief de financiële en de beleggingsadministratie, is opgedragen aan de directie. De directie ontvangt hiervoor een vergoeding die kan worden onderverdeeld in een vaste beheervergoeding en een prestatievergoeding.

Vaste beheervergoeding

De Directie ontvangt een vaste beheervergoeding van 0,14583% per maand over de Intrinsieke Waarde van het Add Value Fund (vóór reservering van de vaste beheervergoeding). De vaste beheervergoeding bedraagt derhalve 1,75% op jaarbasis over de gemiddelde Intrinsieke Waarde. De vaste beheervergoeding wordt aan het einde van iedere maand berekend en aan het begin van de daaropvolgende maand betaalbaar gesteld aan de Directie.

Prestatievergoeding

De Directie komt, indien van toepassing, per het einde van het boekjaar in aanmerking voor een prestatievergoeding.

Voor de berekening van de prestatievergoeding zijn de volgende termen van belang:

- nettorendement: de stijging van de intrinsieke waarde per aandeel in een boekjaar (vóór eventuele reservering van de prestatievergoeding) vermeerderd met de in dat boekjaar gedane dividenduitkeringen per aandeel, uitgedrukt als percentage van de intrinsieke waarde per aandeel aan het begin van het betreffende boekjaar;
- outperformance: indien het nettorendement hoger is dan 10%, is de outperformance gelijk aan het nettorendement minus 10%;
- underperformance: indien het nettorendement lager is dan 10%, is de underperformance gelijk aan 10% minus het nettorendement.

De prestatievergoeding is alleen verschuldigd bij outperformance in enig jaar en wordt als volgt berekend:

- $10\% \times (\text{outperformance} \text{ minus eventuele, nog niet verrekenende, underperformance over de voorafgaande twee boekjaren})$, vermenigvuldigd met het gemiddeld in het boekjaar uitstaande aantal aandelen vermenigvuldigd met de intrinsieke waarde per aandeel aan het begin van het betreffende boekjaar.

De prestatievergoeding is door Add Value Fund alleen verschuldigd indien de uitkomst van bovenstaande berekening positief is. Bij de berekening van de dagelijkse intrinsieke waarde per aandeel wordt, indien van toepassing, rekening gehouden met een reservering voor de prestatievergoeding. Over de verslagperiode is geen outperformance gerealiseerd en derhalve geen prestatievergoeding verantwoord.

18. Overige bedrijfskosten

De overige bedrijfskosten kunnen als volgt worden gespecificeerd (bedragen in € 1.000):

| | 2014 | 2013 |
|--|-----------|-----------|
| Marketingkosten | 12 | 5 |
| Kosten ENL Agent en Fund Agent | 14 | 14 |
| Accountantskosten | 19 | 13 |
| Kosten fiscaal advies | 2 | 2 |
| Kosten toezicht AFM en DNB alsmede noteringskosten | 6 | 6 |
| Bank- en bewaarloonkosten | 12 | 7 |
| Commissarissenvergoeding | 12 | 12 |
| Aansprakelijkheidsverzekering | 8 | 7 |
| Overige kosten | <u>3</u> | <u>3</u> |
| | <u>88</u> | <u>69</u> |

De bezoldiging van de Raad van Commissarissen bedraagt € 20.000 exclusief BTW op jaarbasis (2013: € 16.667 exclusief BTW op jaarbasis).

Lasten (lopende kosten factor, transactiekosten en portfolio omloop factor)

Lopende kosten factor

De lopende kosten factor ("LKF") van het Fonds over de verslagperiode, exclusief de te betalen prestatievergoeding aan de Beheerder, bedraagt 2,04% (2013: 2,09%). De LKF inclusief de te betalen prestatievergoeding voor de directie bedraagt 2,04% (2013: 2,09%).

De LKF geeft inzicht in het totale kostenniveau in de verslagperiode van het Fonds ten opzichte van de gemiddelde Intrinsieke Waarde (op basis van iedere handelsdag) van het Fonds. Transactiekosten en eventuele interestlasten worden niet betrokken in de berekening van de LKF en de kosten van een eventuele prestatievergoeding worden separaat vermeld.

De gemiddelde intrinsieke waarde over de verslagperiode bedraagt € 66.825.869 (1H2013:42.990.033).

Transactiekosten en portfolio omloop factor

De transactiekosten die worden gemaakt bij de aan- en verkoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen en zijn daarom niet opgenomen in de LKF. Deze in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst opgenomen transactiekosten bedragen over de verslagperiode in totaal circa € 23.850, ofwel 0,04% (1H2013: 0,03%) van de gemiddelde intrinsieke waarde van het Fonds. Deze transactiekosten zijn gedeeltelijk gemaakt in verband met aan- en verkopen van de beleggingen vanwege toe- en uittredebeleggers in het Fonds. Voor de opbrengsten uit hoofde van de in dit verband ontvangen op- en afslagen wordt verwezen naar de toelichting onder punt 16.

Aangezien de transactiekosten geen deel uitmaken van bovengenoemde LKF, wordt tevens de portfolio omloop factor ("POF") weergegeven. De POF vloeit voort uit het beleggingsbeleid van het Fonds en heeft betrekking op het totaal van de aan- en verkopen van de beleggingen in verhouding tot de gemiddelde intrinsieke waarde van het Fonds in de verslagperiode. Hierop vindt een correctie plaats voor de aan- en verkopen van de beleggingen vanwege toe- en uittredebeleggers. De POF voor de verslagperiode bedraagt 12,5% (1H2013: -2,8%).

De POF wordt als volgt berekend: $(A + V) - (U + I) / GIW * 100$, waarbij A = Aankopen, V = Verkopen, U = Uitgiftes, I = Innames en GIW = Gemiddeld Intrinsieke Waarde

Overige toelichtingen

Niet in de balans opgenomen rechten en verplichtingen

Eind juli 2013 hebben wij ons, namens Add Value Fund, aangesloten bij Deminor Damage Recovery Services om een vergoeding te krijgen voor de schade die is geleden op de positie in aandelen Royal Imtech. Deminor is de toonaangevende Europese onderneming inzake aandeelhoudersactivisme, beleggersbescherming, het terugwinnen van geleden verliezen en corporate governance. Voor meer informatie kunt u de website www.deminor.com raadplegen. Wij zullen u op de hoogte houden, voor zover juridisch is toegestaan, van de vorderingen in deze zaak. Er zullen geen kosten verbonden zijn aan deze zaak.

Bestuurdersbelangen

De bestuurders van de beheerder en de leden van het beheerteam en aan hen gelieerde personen hebben aan het begin en aan het eind van de verslagperiode de volgende belangen in Add Value Fund (aantal aandelen):

| | 30-06-2014 | 31-12-2013 |
|-----------------|-------------------|-------------------|
| H.T. Wiersma | 2.300 | 2.300 |
| W.F. Burgers | 25.000 | 41.563 |
| J.F. Westerling | 10.000 | 6.500 |

De heren H.T. Wiersma, J.F. Westerling en W.F. Burgers hebben geen belangen in ondernemingen die deel uitmaken van het beleggingsuniversum van het Fonds (als bedoeld in artikel 122 lid 2 Bgfo).

De leden van de Raad van Commissarissen van het Fonds hebben geen belangen in het Fonds en geen belangen in ondernemingen die deel uitmaken van het beleggingsuniversum van het Fonds (als bedoeld in artikel 122 lid 2 Bgfo).

Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

De Directie van Add Value Fund wordt gevoerd door Add Value Fund Management B.V. Het voeren van de financiële- en beleggingsadministratie van het Fonds alsmede de dagelijkse berekening van de intrinsieke waarde per aandeel is uitbesteed aan KAS BANK N.V. De kosten verbonden aan deze uitbestede werkzaamheden worden door Add Value Fund Management B.V. gedragen en komen niet ten laste van het Fonds.

Aan- en verkopen van beleggingen vinden bij verschillende financiële instellingen plaats. De hoogte van de transactiekosten is bij alle betrokken instellingen 0,1% over de effectieve waarde. Er vinden geen transacties plaats via Optimix Vermogensbeheer N.V. danwel via Keijser Capital N.V.

Resultaten

Hieronder zijn de resultaten van het Fonds opgenomen waarbij rekening is gehouden met de periode voor 31 maart 2010 waarin het Add Value Fund nog een fonds voor gemene rekening was. Onderstaande cijfers hebben derhalve betrekking op de periode 1 januari 2010 tot en met 30 juni 2014.

| | 30-06-2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|---|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|
| Algemeen | | | | | |
| Aantal uitstaande aandelen (ultimo) | 1.980.325 | 1.854.766 | 1.395.457 | 1.443.891 | 1.535.478 |
| Fondsvermogen (in €, ultimo) | 65.886.217 | 61.422.385 | 43.473.581 | 36.090.656 | 49.726.718 |
| Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo) | 33,27 | 33,12 | 31,15 | 25,00 | 32,39 |
| Beurskoers per aandeel (in €, ultimo) | 33,44 | 33,28 | 31,30 | 24,87 | 32,55 |
| Resultaten (bedragen in € 1.000) | | | | | |
| Opbrengsten | 1.557 | 1.302 | 1.409 | 1.327 | 1.618 |
| Waardeveranderingen | 867 | 4.888 | 9.387 | -10.869 | 17.766 |
| Kosten | -679 | -1.004 | -912 | -993 | -1.042 |
| Totaal | <u>1.745</u> | <u>5.186</u> | <u>9.884</u> | <u>-10.535</u> | <u>18.342</u> |
| Resultaten per aandeel (bedragen in €)¹ | | | | | |
| Opbrengsten | 0,78 | 0,70 | 1,01 | 0,92 | 1,05 |
| Waardeveranderingen | 0,44 | 2,64 | 6,73 | -7,53 | 11,58 |
| Kosten | -0,34 | -0,54 | -0,65 | -0,69 | -0,68 |
| Totaal per aandeel | <u>0,88</u> | <u>2,80</u> | <u>7,09</u> | <u>-7,30</u> | <u>11,95</u> |
| Resultaat o.b.v. intrinsieke waarde per aandeel | +2,9% | +8,9% | +27,8% | -20,3% | +51,2% |

Amsterdam, 21 augustus 2014

De Directie,
Add Value Fund Management B.V.

¹ De resultaten per aandeel zijn berekend op basis van het aantal uitstaande aandelen aan het eind van de verslagperiode

Overige gegevens

Statutaire regeling resultaatbestemming

De resultaatbestemming vindt plaats overeenkomstig artikel 25 van de statuten van het Fonds. De tekst van dit artikel luidt als volgt:

1. Van de winst die in het laatst verstreken boekjaar is behaald, kan de Prioriteit een zodanig bedrag toevoegen aan de reserves van de vennootschap als zij zal vaststellen.
De winst die resteert na de eventuele reservering als bedoeld in de vorige zin, staat ter beschikking van de Algemene Vergadering.
2. De vennootschap kan slechts uitkeringen doen voor zover haar eigen vermogen groter is dan het gestorte en opgevraagde deel van het geplaatste kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden.
Op prioriteits aandelen zal over enig boekjaar nimmer meer dividend worden uitgekeerd dan een percentage van het nominaal bedrag van die aandelen, gelijk aan het percentage van de wettelijke rente op de laatste dag van het boekjaar waarover dividend wordt vastgesteld. Prioriteits aandelen delen ook niet in enige reserve.
3. Uitkering van winst geschiedt eerst na vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is.
4. Door de vennootschap gehouden aandelen of certificaten en aandelen of certificaten die de vennootschap in vruchtgebruik heeft, tellen niet mee bij de berekening van de winstverdeling.
5. De algemene vergadering kan besluiten tot het doen van tussentijdse uitkeringen. Een besluit tot het uitkeren van een interim-dividend uit de winst over het lopende boekjaar kan tevens door de directie worden genomen.
Uitkeringen als in dit lid bedoeld, kunnen slechts geschieden indien is voldaan aan het bepaalde in lid 3 van dit artikel blijkens een tussentijdse vermogensopstelling als bedoeld in artikel 105 lid 4 van Boek 2.
6. De algemene vergadering kan besluiten dat dividenden geheel of gedeeltelijk in een andere vorm dan in contanten zullen worden uitgekeerd.
7. Ten laste van door de wet voorgeschreven reserves mag een tekort slechts worden gedelgd indien en voor zover de wet dat toestaat.

Prioriteit

Er zijn vier prioriteits aandelen geplaatst bij Optimix Vermogensbeheer N.V. De houders van de prioriteits aandelen zijn bevoegd een vergadering van de Prioriteit bijeen te roepen. Aan de Prioriteit zijn diverse bijzondere rechten toegekend, waaronder het doen van een bindende voordrachten voor de benoeming van de directie en de leden van de Raad van Commissarissen. Tevens kan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een besluit tot statutenwijziging, fusie of ontbinding slechts nemen op voorstel van de Prioriteit.

Gebeurtenissen na balansdatum

Tot op heden hebben geen significante gebeurtenissen plaatsgevonden.

Verklaring betreffende het halfjaarbericht

De directie verklaart dat dit halfjaarverslag een getrouw beeld geeft van de grootte en samenstelling van het vermogen van Add Value Fund per 30 juni 2014 en van het resultaat over de periode 1 januari 2014 tot en met 30 juni 2014.

Geen accountantscontrole

De cijfers in dit halfjaarbericht zijn niet door de externe accountant gecontroleerd.

Algemene gegevens

| | |
|---|--|
| Add Value Fund N.V. | Johannes Vermeerstraat 14 1071 DR Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 570 3057 Telefax: +31 (0)20 570 3050 E-mail: info@addvaluefund.nl Website: www.addvaluefund.nl |
| Beheerder, Directie | Add Value Fund Management B.V. Johannes Vermeerstraat 14 1071 DR Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 570 3057 Telefax: +31 (0)20 570 3050 E-mail: info@avfm.nl |
| Raad van Commissarissen | De heer Prof. dr W.F.C. Verschoor De heer Prof. dr O.W. Steenbeek Mevrouw A. Smits Het gekozen adres van de Raad van Commissarissen is het adres van het Fonds. |
| Depotbank, ENL Agent, Fund Agent en Administrateur | KAS BANK N.V. Nieuwezijds Voorburgwal 225 1012 RL Amsterdam |
| Accountant | Mazars Paardekooper Hoffman Accountants N.V. Delflandlaan 1 1062 EA Amsterdam |
| Juridisch adviseur | Greenberg Traurig LP Hirsch Building, Leidseplein 29 1017 PS Amsterdam |

Risicoprofiel

Hieronder volgt een beschrijving van de belangrijkste risico's die beleggers lopen wanneer zij beleggen in Add Value Fund:

Algemeen

Aan het beleggen in aandelen van het Add Value Fund zijn financiële kansen, maar ook financiële risico's verbonden. Factoren die invloed kunnen uitoefenen op de waarde van de aandelen van het Fonds zijn niet beperkt tot de factoren die in hieronder zijn weergegeven.

De waarde van de beleggingen kan zowel stijgen als dalen en beleggers kunnen bij verkoop van hun aandelen mogelijk minder terugkrijgen dan zij hebben geïnvesteerd. Aandeelhouders kunnen niet meer dan hun inleg verliezen. De waarde van de beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. Indien de hieronder vermelde risico's zich verwezenlijken, kan dit de prijs en de waarde van de beleggingen van het Fonds beïnvloeden en kan de intrinsieke waarde van het aandeel dalen.

Markt- en prijsrisico

Aan een belegging in aandelen van het Add Value Fund zijn dezelfde (gebruikelijke) risico's verbonden als aan een belegging in aandelen. Hieronder vallen onder andere een waardedaling van het aandeel als gevolg van waardedalingen van de beleggingen van het Fonds, die kunnen optreden als de hele markt of een categorie van beleggingen daalt. Deze dalingen kunnen worden veroorzaakt door algemeen economische ontwikkelingen, bedrijfstakgewijze ontwikkelingen, ondernemings specifieke factoren, (geo)politieke en fiscale ontwikkelingen en de ontwikkelingen van vraag en aanbod op de aandelenmarkten.

Verhandelbaarheid

De beleggingen in small- en midcap ondernemingen kennen (soms) een beperkte verhandelbaarheid, waardoor de beleggingen mogelijk niet in korte tijd op een verantwoorde manier zijn af te bouwen of alleen tegen lagere koersen kunnen worden verkocht.

Concentratierisico

Add Value Fund belegt in een beperkt aantal Nederlandse small- en midcap ondernemingen waarin in beginsel een relatief groot belang kan worden genomen. Meerdere ondernemingen in portefeuille kunnen voorts in dezelfde sector actief zijn. Hierdoor zullen gebeurtenissen die van invloed zijn op deze ondernemingen, de waarde van de portefeuille van het Fonds meer beïnvloeden dan wanneer de portefeuille minder geconcentreerd zou zijn samengesteld. Dit leidt tot een hoger risicoprofiel van Add Value Fund.

Risico van afwijkende performance ten opzichte van index

Het Fonds wijkt door de gekozen beleggingsstrategie in haar portefeuille significant af van de samenstelling van de gepubliceerde small- en midcapindices. Hierdoor ontstaan specifieke risico's die tot uitdrukking kunnen komen in aanzienlijke verschillen in performance, zowel positief als negatief.

Inflexibiliteitsrisico

Het is gezien het open-end karakter van Add Value Fund mogelijk dat zij wordt geconfronteerd met een groot aantal uitredingen, waardoor beleggingen vroegtijdig moeten worden afgebouwd tegen mogelijk ongunstige voorwaarden. Zoals in het Prospectus is omschreven, kan de inkoop van Aandelen onder bepaalde omstandigheden (tijdelijk) worden opgeschort.

Risico van beleggen met geleend geld

Het tijdelijk aangaan van leningen voor de verwerving van beleggingen kan een hefboomwerking hebben op de ontwikkeling van de intrinsieke waarde, zowel in positieve als in negatieve zin. Indien de rentelasten hoger zijn dan de directe of indirecte baten van de gefinancierde beleggingen, is er sprake van een zogenaamde negatieve hefboom die (tijdelijk) tot een lager of negatief rendement leidt.

Valutarisico

Aangezien het Fonds in ondernemingen kan beleggen die hun resultaten deels buiten de eurozone realiseren, is er sprake van een indirect valutarisico. Ook kan er sprake zijn van beleggingen die niet luiden in euro's, waardoor de onderliggende waarde door valutaschommelingen wordt beïnvloed.

Risico van (fiscale) wetwijzigingen

Financiële en fiscale wet- en regelgeving kunnen veranderen, waardoor een gunstige omstandigheid op het moment van aankoop van aandelen van Add Value Fund nadelig kan wijzigen. Dit risico is inherent aan alle wetgeving in het algemeen en elke fiscaalvriendelijke beleggingsstructuur in het bijzonder.

Inflatierisico

Dit is het risico dat de koopkracht van de belegde euro kan verminderen in geval van geldontwaarding.

Tegenpartijrisico, afwikkelingsrisico, bewaarnemingsrisico

Het tegenpartij- en afwikkelingsrisico heeft betrekking op het in gebreke blijven van tegenpartijen bij levering van effecten dan wel betaling van de tegenwaarde. Het bewaarnemingsrisico betreft het risico van verlies van in bewaring gegeven activa als gevolg van insolventie, nalatigheid of frauduleuze handelingen van een (onder)bewaarnemer.