

Halfjaarbericht 2018

Add Value Fund N.V.

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

Inhoudsopgave

Profiel.....	4
Kerncijfers	6
Bestuursverslag	7
Halfjaarcijfers 2018	26
Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening	29
Overige gegevens	42
Algemene gegevens	44

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 andere gereguleerde markt. 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 “*bottom-up stock picking*” – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – worden minimaal 10 en maximaal 25 ondernemingen geselecteerd die vervolgens 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.

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 termijn beleggingshorizon.

Beleggingsdoelstelling

De Beheerder streeft naar de opbouw en het beheer van een geconcentreerde portefeuille met voldoende spreiding. Op middellange termijn, waaronder een periode 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 algemene reserve.

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 2014 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

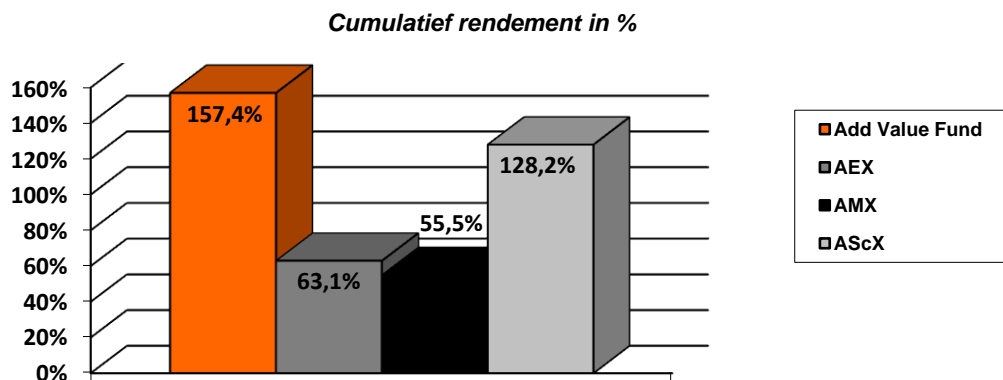
De kerncijfers van het Fonds per 30 juni 2018 zijn als volgt:

	30-06-2018	30-06-2017	30-06-2016	30-06-2015
Algemeen				
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	2.174.686	1.911.297	1.705.626	1.601.117
Fondsvermogen (in €, ultimo)	119.068.555	101.256.452	66.279.242	64.744.572
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	54,75	52,98	38,86	40,44
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	55,03	52,71	39,05	40,64
Hoogste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	61,86	54,81	41,13	43,13
Laagste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	54,20	35,25	35,25	32,29
Dividend per aandeel (in € en contanten)	0,80	0,80	0,80	0,80
Beleggingsresultaat op basis van intrinsieke waarde per aandeel en inclusief dividend	0,0%	+20,8%	+0,6%	+25,1%
Beleggingsresultaat op basis van beurskoers en inclusief herbeleggen dividend	0,0%	+20,8%	+0,6%	+25,1%

Een toelichting op de kerncijfers staat op pagina 41.

Onderstaande rendementsvergelijking op basis van de beurskoers van Add Value Fund (na kosten en inclusief herbeleggen van dividenden) over de periode 1 februari 2007 tot en met 30 juni 2018 is uitsluitend bedoeld voor informatiedoeleinden.

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg

Bestuursverslag

Algemeen

Wij bieden u hierbij het bestuursverslag aan van Add Value Fund over de periode 1 januari tot en met 30 juni 2018.

Ontwikkeling beleggingsresultaten en fondsvermogen

Add Value Fund kende in de eerste jaarhelft van 2018 een nagenoeg onveranderd totaal beleggingsresultaat. De intrinsieke waarde per aandeel daalde gedurende deze periode met 1,5% van € 55,57 per ultimo 2017 naar € 54,75 per eind juni 2018. Wanneer het in mei uitgekeerde dividend in contanten van € 0,80 per aandeel in de berekening wordt betrokken, bedraagt het netto beleggingsresultaat over de eerste zes maanden van dit jaar 0,0%.

In vergelijking met de Nederlandse aandelenindices realiseerde het Fonds in de eerste jaarhelft van 2018 een outperformance ten opzichte van de Amsterdam Midkap Index (-5,1%) maar een underperformance ten opzichte van de Amsterdam SmallCap Index (+2,3%) en de AEX-Index (+3,6%).

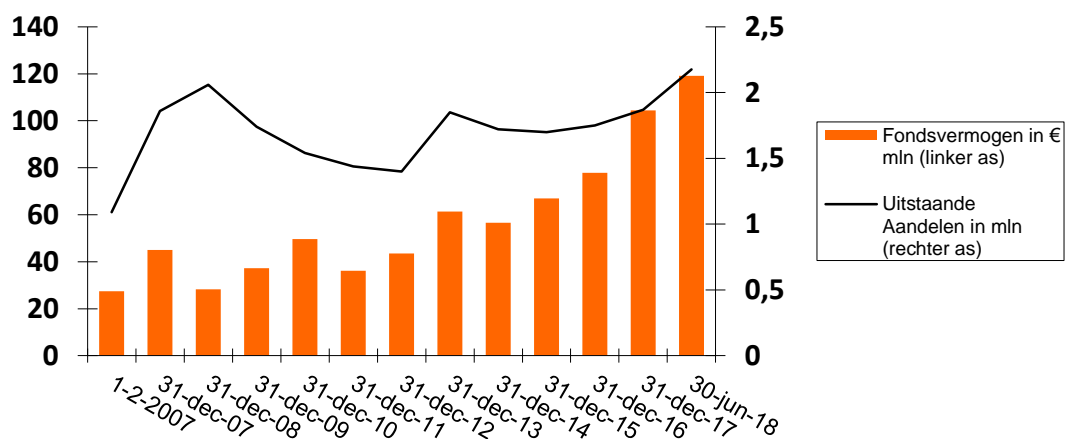
Sinds de start van het Fonds op 1 februari 2007 heeft het Fonds een cumulatieve waardestijging (na kosten en inclusief herbeleggen van dividenden) van ruim 157% gerealiseerd (zie grafiek pagina 5).

Dit is een beduidend beter resultaat in vergelijking met de AEX-Index (+63,1%), de Amsterdam Midkap-Index (+55,5%) en de Amsterdam SmallCap-index (+128,2%) 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 14% van € 104,4 miljoen naar € 119,1 miljoen als gevolg van netto instroom van nieuwe gelden. Het aantal uitstaande aandelen nam in de verslagperiode met bijna 16% toe tot 2.174.686.

Ontwikkeling fondsvermogen en uitstaande aandelen sinds oprichting



Bron: AVFM

Totstandkoming beleggingsresultaat

Er was in de eerste zes maanden van 2018 sprake van een wisselend marktsentiment. Het macroeconomisch speelveld bleef zich gunstig ontwikkelen met een voortzetting van de economische groei en een handhaving van een relatief laag renteniveau. Daarentegen waren er ook minder gunstige externe factoren. De dreiging van een handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China/Europa alsook de politieke strubbelingen in Europa (Duitsland, Italië, Turkije, Verenigd Koninkrijk) gaven aanleiding tot een meer defensieve attitude bij beleggers.

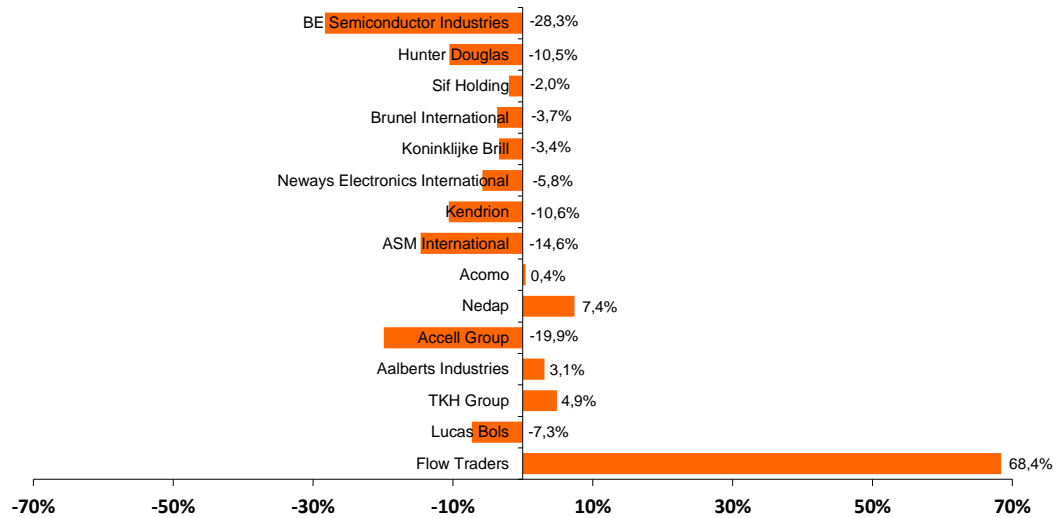
De euro verloor terrein tegen de US dollar en Amerikaanse beleggers verlaagden hun exposure in Europese aandelen, met name gedurende het tweede kwartaal.

Per saldo sloot Add Value Fund de eerste zes maanden af met een nagenoeg onveranderd beleggingsresultaat. Deze uitkomst kwam tot stand door (1) een zeer forse positieve bijdrage van de deelneming in Flow Traders. Deze *liquidity provider* in ETPs profiteerde van de toegenomen volatiliteit in financiële markten en realiseerde mede hierdoor een record resultaat in het eerste halfjaar van 2018 (2) een positieve bijdrage van de industriële deelnemingen Aalberts Industries, Nedap en TKH Group, alsook van handelshuis Acomo, wat een voortzetting van de goede performance van 2017 impliceerde (3) een licht negatieve bijdrage van de deelnemingen in Brill, Brunel, Lucas Bols, Neways Electronics International en Sif Group, ofschoon deze ondernemingen een goede progressie doormaken voor wat betreft het ontsluiten van hun toekomstig winstpotentieel (4) een duidelijk (> 10% koersdaling) negatieve bijdrage van de deelnemingen in Accell Group, ASM International, BE Semiconductor Industries, Hunter Douglas en Kendrion.

Met name de waardedaling van de deelnemingen in semicon-toeleveranciers ASMI en Besi was fors en een direct gevolg van de afnemende investeringsbereidheid bij eindklanten in de zomer van dit jaar. Wij menen dat deze koerscorrectie een tijdelijk fenomeen is en zijn vol vertrouwen met betrekking tot het beleggingsperspectief van beide ondernemingen in de komende jaren.

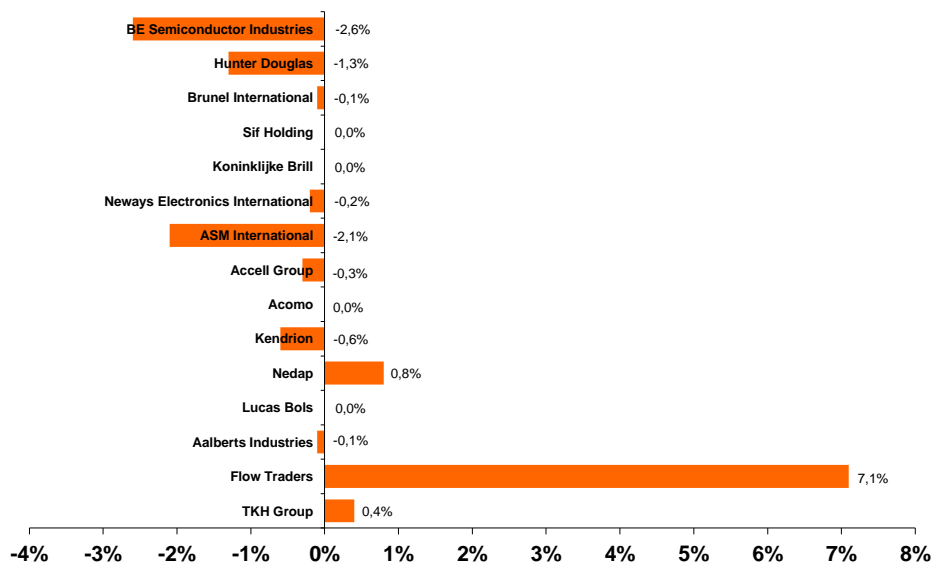
Het aantal participaties in onze portefeuille bleef onveranderd op 15. In de eerste helft van 2018 vond een viertal beursintroductions plaats op Euronext Amsterdam. Wij schreven niet in op de IPOs van Alfen (energie-opslag- en aanverwante systemen) en handelshuis B&S Group vanwege een naar onze mening te ambitieuze introductiekoers en waardering. De beursgang van NIBC (voorheen De Nationale Investeringsbank) lieten wij eveneens aan ons voorbij gaan, omdat de bankensector zich naar onze maatstaven niet kwalificeert voor de rendementsdoelstelling van ons fonds. Wij schreven wel in op de IPO van fintech-onderneming Adyen, maar kregen geen toewijzing van het introducerende bankenconsortium. Aankoop van een belang ter beurze nadien was niet (meer) mogelijk omdat de beurswaarde van Adyen de bovengrens (maximaal € 7,5 miljard) van het beleggingsuniversum van Add Value Fund ruimschoots had overschreden.

Rendement (koerswinst + dividend) participaties vanaf 1 januari tot en met 30 juni 2018



Bron: Bloomberg

Rendementsbijdrage (in %-punten) participaties vanaf 1 januari tot en met 30 juni 2018

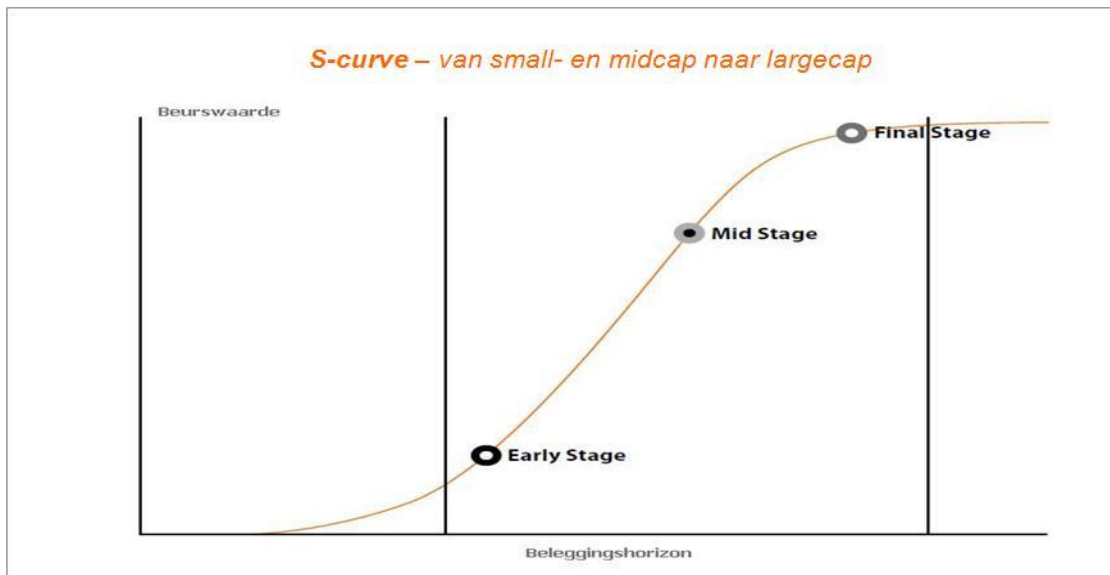


Bron: Bloomberg

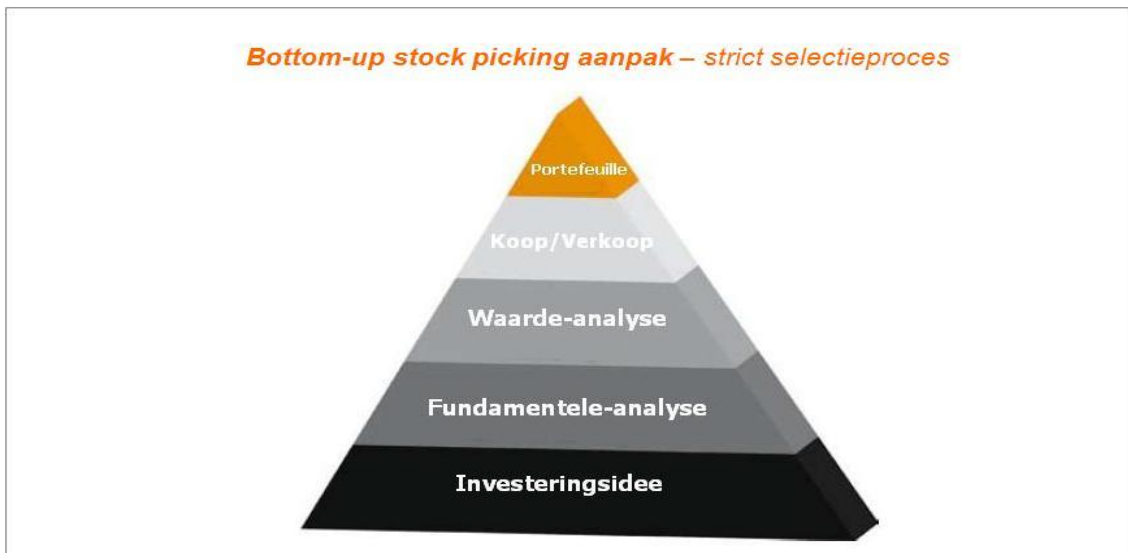
Beleggingsfilosofie, -proces en -strategie

In onderstaande grafiek – de zogenaamde “S-curve” – is het werkterrein van Add Value Fund afgebeeld. Het Fonds investeert niet in start-ups of microcaps met een beurswaarde kleiner dan € 20 miljoen, ofwel ter linkerkzijde van de *Early Stage*, en evenmin in largecaps met een beurswaarde groter dan € 7,5 miljard, 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 participaties is al drie (sinds IPO: Lucas Bols, Flow Traders en Sif holding) tot ruim 10 jaar in portefeuille. Van de 15 participaties in portefeuille zijn er zeven zogenaamde smallcaps met een beurswaarde van minder dan € 500 miljoen en acht zogenaamde midcaps met een beurswaarde van meer dan € 500 miljoen. Aalberts Industries is met een beurswaarde van ruim € 4,5 miljard de grootste participatie in portefeuille en Koninklijke Brill is met een beurswaarde van € 57 miljoen de kleinste. Per 30 juni 2018 was ruim 27% van de portefeuille belegd in smallcaps en circa 73% 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 € 100 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. Op de volgende pagina 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 smallcaps). 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 toekomstbestendig 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 2018 en verder

De algemene strategie (zoals vanaf pagina 9 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 een bovengemiddeld resultaat te realiseren bij een benedengemiddeld risicoprofiel. De selectie vindt plaats op basis van een zogenaamde *bottom-up stock picking* aanpak, waarbij de kwaliteit van de onderneming en het opwaartse beleggingspotentieel centraal staan. Bijna alle ondernemingen die momenteel in de portefeuille worden gehouden, zijn anno 2018 *leaner* en *meaner* en staan er beter voor dan ooit tevoren. Een aantal ondernemingen in portefeuille staat aan de vooravond van een periode van versnelde groei, mede omdat zij in hun ontwikkeling zijn terecht gekomen in het stijj oplopende deel van de S-curve.

Er wordt vanwege een te ongunstig risico/rendementsverhouding niet belegd in financiële instellingen, food en non-food retailers en pure bouwondernemingen.

Tevens belegt het Fonds niet in *turn-around* ondernemingen en/of probleemgevallen. Door de gerichte investeringskeuzes en weging binnen de portefeuille vinden er relatief weinig mutaties plaats wat het rendement van het Fonds ten goede komt. De geconcentreerde portefeuille met uitgesproken keuzes bevat thans 15 participaties wat een afspiegeling vormt van de strenge investeringscriteria.

Beleggingsportefeuille

De beleggingsportefeuille bestaat per 30 juni 2018 uit de volgende 15 participaties (op volgorde van weging van hoog naar laag):



Een toonaangevende liquidity provider in Exchange Traded Products (ETP's) die in juli 2015 de beursgang naar Euronext Amsterdam maakte. Met handelsactiviteiten in Europa (marktleider), de Verenigde Staten en Azië kan Flow Traders op alle internationale beurzen 24 uur per dag liquiditeit verschaffen. De groep blinkt uit door state-of-the-art informatie- en risicosystemen, waardoor het verdienmodel nagenoeg risicoloos ten uitvoer wordt gebracht. De winsten worden behaald door te arbitreren tussen de kleine verschillen in de prijzen van de ETP's – voornamelijk Exchange Traded Funds (ETF's) – en die van de onderliggende waarden. In Q1 2018 werd optimaal geprofiteerd van een scherpe stijging in de koersvolatiliteit door onrust op de financiële markten. Flow Traders boekte mede hierdoor een recordresultaat in H1 2018 van € 127 miljoen, ofwel € 2,73 per aandeel. Tegen de huidige

beurskoers van € 25,50 wordt circa 7x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Flow Traders betaald en bedraagt het dividendrendement ruim 8%.

ASM

Geïntegreerde toeleverancier voor de halfgeleiderindustrie. Sterke marktposities in zowel front-end als back-end (via een 25%-belang in ASM PT) met nadruk op het Verre Oosten. ASMI is toonaangevend en de absolute wereldmarktleider (circa 65% 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 in 2018/19 sterk kunnen profiteren van de overgang van 14/16 nanometer naar 10/7 nanometer chipproductie en het herstel in het memory segment.

De onderneming is een van de vier participaties in portefeuille met een ruime netto kaspositie. Deze werd in november 2017 versterkt met een bedrag van € 450 miljoen uit de verkoop van een 9%-belang in deelneming ASM PT. ASMI gebruikt deze excess cash om eigen aandelen in te kopen; daarnaast werd een speciaal belastingvrij dividend van € 4,- per aandeel uitgekeerd. Tegen de huidige beurskoers van € 46,- wordt 12,6x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen ASMI betaald.

HunterDouglas

De wereldmarktleider in raambekleding (o.a. Luxaflex) hanteert een ijzersterk bedrijfs- en verdienmodel waarmee de onderneming goede rendementen weet te realiseren. Er wordt gestaag marktaandeel gewonnen in de volwassen markten van Noord-Amerika en Europa. De overnames van de Amerikaanse producent van raambekleding Levelor & Kirsch in 2016 en Hillarys in 2017 in het Verenigd Koninkrijk, legt de basis voor een omzet- en winstgroei versnelling in het lopende jaar. Met een omzet van ruim boven \$ 3,5 miljard verwachten wij dat Hunter Douglas de komende jaren de voordelen uit schaalgrootte in toenemende mate zal weten te verzilveren. De aandelen zijn tegen de huidige beurskoers van € 68,- op circa 10x de getaxeerde winst 2018 uiterst bescheiden gewaardeerd.

nedap

De Groenlose onderneming heeft in 2017 haar Supply Chain verder geoptimaliseerd, waardoor de uitbouw van de kernactiviteiten onder de eigen Nedap-merknaam moet kunnen versnellen. Nedap is onder meer Europees marktleider in Security Management, de grootste aanbieder van geautomatiseerde Healthcare-innovaties in Nederland en wereldmarktleider met vernuftige technologische oplossingen voor de veehouderij. De afgelopen jaren werd stevig geïnvesteerd in toekomstige groei, waardoor de nettowinst onder druk stond. Op termijn voorzien wij een jaarlijkse autonome omzetgroei van tenminste 5 tot 10% met een operationele EBIT-marge van meer dan 10%. De halfjaarcijfers 2018 vormden het eerste bewijs van de haalbaarheid van deze prognose: de omzet steeg autonoom met 10% naar € 97 miljoen en het bedrijfsresultaat krom met 46% naar € 10 miljoen (EBIT-marge: 10,4%). Het aandeel Nedap wordt al jarenlang gewaardeerd op basis van een aantrekkelijk dividendrendement van 4 à 5%. Wanneer het groeikarakter van het verdienmodel van de onderneming definitief bewaard wordt, lijkt een herwaardering van het aandeel een kwestie van tijd te zijn.



Gespecialiseerde toeleverancier aan de semiconductor industrie van Nederlandse oorsprong maar met wereldwijde 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 Advanced Packaging heeft geresulteerd in een versterking van de omzetgroei en in fors hogere brutomarges. Een continu 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. BESI beschikt, net als ASMI, over een ruime netto kaspositie en heeft in Q2 2018 een nieuw aandeleninkoopprogramma gestart van € 75 miljoen (5% van uitstaande aandelenkapitaal). Aan het einde van Q2 2018 werd BESI geconfronteerd met een vertraging in de orderintake. Wij houden daardoor rekening met een 25% lager jaarresultaat in vergelijking met recordjaar 2017, maar voorzien vanaf Q1 2019 weer een licht aantrekkende markt. Tegen de huidige beurskoers van € 18,50 wordt 10,6x de verwachte winst 2018 voor de aandelen BESI betaald. Bij een onveranderde 100%-pay out ratio komt het dividendrendement alsdan op 9,5%.



Technologiebedrijf met vooruitstrevende oplossingen 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 2 tot 4 jaar tot een additionele omzet van € 300 tot 500 miljoen moeten leiden met bovengemiddelde (> 10%) EBIT-marge. Vanaf dit jaar rekenen wij op een verhoudingsgewijs sterke omzet- en winstgroei, omdat vanaf dit moment meerdere product-markt oplossingen in de commerciële oogstfase terecht komen. De halfjaarcijfers 2018 bleken een bevestiging van ons vermoeden te zijn: bij een omzetstijging van 12% tot € 812 miljoen werd een 27% hogere nettowinst van € 55 miljoen gerapporteerd. Wij menen dat de huidige beurswaardering van TKH Group nog maar een beperkte reflectie geeft van het potentieel van de som der delen. Vandaar dat TKH Group gepositioneerd blijft in de bovenste regionen van de portefeuille.



Van een printplatenproducent is Neways uit Son bij Eindhoven getransformeerd in een life-cycle partner voor OEM's uit de hors-categorie, zoals Philips, ASML, FEI en Roche. Neways beschikt over goed gepositioneerde werkmaatschappijen in Nederland, Duitsland, China, Slowakije en Tjechië om haar klanten optimaal te kunnen bedienen. In 2014 werd de Duitse BuS Group overgenomen, waardoor

Neways doorstootte naar de vierde positie op de Europese ranglijst van grootste bedrijven op de markt van Electronic Manufacturing Services. De komende jaren achten wij Neways in staat een verdere netto winststijging te realiseren, deels door een stroomlijning van de interne organisatie en de sterke groei in de semicon en automotive business. In het eerste halfjaar van 2018 gaf Neways alvast een voorproefje van het toekomstig groeipotentieel. De omzet groeide autonoom met bijna 16% naar een nieuw record van € 247 mln en door margeverbetering (EBIT-marge 4,5%) steeg de nettowinst met maar liefst 47% naar € 7,2 mln. Neways zal dit jaar voor het eerst in haar geschiedenis waarschijnlijk de € 0,5 miljard omzetgrens doorbreken. Wij verwachten dat Neways op termijn in staat moet zijn om een EBIT-marge te realiseren van circa 5% of meer. Gezien de goede vooruitzichten in de 2^e jaarhelft zal de winst per aandeel in 2018 uitkomen op circa € 1,25. Tegen de huidige beurskoers noteert het aandeel slechts 10 keer de verwachte winst 2018 en doet daarmee een substantiële discount (30%) in vergelijking met buitenlandse beursgenoteerde concurrenten, veelal Amerikaanse EMS (Electronic Manufacturing Services)-ondernemingen.



Producent en wereldmarktleider op het gebied van elektromagneten en mechatronische systemen die een brede toepassing genieten in de industriële en automotive sector. Onder leiding van CEO Joep van Beurden heeft Kendrion ingezet op een traject van interne procesversterking wat per ultimo 2018 moet leiden tot een EBITA-marge van 10% bij een voorziene autonome jaarlijkse omzetgroei van 5%. Naar het zich laat aanzien zal Van Beurden slagen in het realiseren van deze doelstelling met als aantekening dat in de Automotive divisie momenteel sprake is van tegenwind als gevolg van een lagere verkoop van elektromagneten voor dieselmotoren. Niettemin verwachten wij dat Kendrion het onlangs uitgestippelde groeipad dat in 2023 moet leiden tot een ROI van tenminste 20% en een EBITDA-marge van 15% succesvol zal gaan afleggen. Kendrion behoort tot een van de best gepositioneerde ondernemingen op de S-curve. De aandelen Kendrion worden tegen de huidige beurskoers van € 32,- verhandeld tegen 16x de getaxeerde winst 2018 en doen een dividendrendement van circa 3%.



Funderingsspecialist Sif Group uit Roermond maakte op 12 mei 2016 haar beursdebuut tegen € 14,- per aandeel. De onderneming is een toonaangevende producent van monopiles die worden gebruikt bij de constructie van offshore windparken. Via deze windparken wordt het percentage groene energie in de geïndustrialiseerde westerse wereld in recordtijd opgeschroefd. Sif vaart wel bij deze ontwikkeling en heeft adequaat ingespeeld op de toenemende vraag naar monopiles door de bouw van een hypermoderne productielocatie op de Tweede Maasvlakte in Rotterdam. Na recordjaar 2017 zal in 2018 naar verwachting een halvering van het nettoresultaat worden gepresenteerd, onder meer door uitstel/doorschuiven van enkele grote projecten, alsmede noodzakelijk onderhoud. Echter, vanaf 2019

wordt een forse omzet- en winstgroei voorzien op basis van een momenteel snel vollopend orderboek. Tegen de huidige beurskoers van € 17,50 wordt slechts minder dan 9x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Sif Group betaald.

Brunel access to excellence

Europese detacheerder op het gebied van financiële-, IT-, Legal-, Marketing en Communicatie specialisten en ingenieursdiensten. Daarnaast wereldmarktleider in energie-gerelateerde 'white & blue collar' diensten. Brunel zal in boekjaar 2018 voor het eerst in vijf jaar tijd weer hogere omzetten en resultaten gaan rapporteren, nu de organisatie is aangepast aan de lagere vraag in de Energie-sector. Onder leiding van de nieuwe CEO Jilko Andringa verwachten wij dat Brunel de komende jaren in staat zal zijn de recordresultaten van 2013/14 (winst per aandeel van circa € 1,00) te benaderen. Tegen de huidige beurskoers van € 13,00 wordt al enig voorschot genomen op deze verwachting. Met een netto kaspositie van € 100 miljoen per medio 2018 verwachten wij dat Brunel de komende periode ook actief zal zijn op het gebied van overnames en daarmee de winstgroei zou kunnen versnellen.

ACOMO

Handelshuis in specerijen, noten, thee, eetbare zaden 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. Na jaren van stabiele omzetten en resultaten, wordt Acomo in 2018 geconfronteerd met margedruk in enkele belangrijke productgroepen en, in de eerste helft van 2018, met ongunstige vertaaleffecten door de zwakkere eurokoers ten opzichte van de US dollar. Voor 2018 houden wij daarom rekening met een winstdaling van circa 7% maar vermoeden een onveranderde dividenduitkering van € 1,10 per aandeel. Het solide dividendrendement van 5,5% op jaarbasis onderbouwt het kwaliteitsimago van deze deelneming die wereldwijd actief is in circa 90 landen.

AALBERTS INDUSTRIES

Toeleverancier van industriële diensten en specialist op het gebied van Flow Control. Een voortreffelijk track record van resultaten wordt gecombineerd met een ijzersterke balans. 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. Daarnaast voegt Aalberts jaarlijks nieuwe ondernemingen uit acquisitie aan de Groep toe. Op de Capital Markets Day in december 2017 presenteerde het management nieuwe financiële doelstellingen die voortkomen uit het strategische plan Focused Acceleration 2018 - 2022. Bij een gemiddelde jaarlijkse autonome omzettoename van tenminste 3% wordt een operationele marge van meer dan 14% en een Return on Capital Employed (ROCE) van meer dan 18% nagestreefd. Aalberts Industries handhaaft hiermee haar imago van kwalitatief hoogwaardig groeiende. Tegen de huidige beurskoers van € 36,50 wordt ruim 15x de

getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Aalberts Industries betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement circa 2%.



Met een beurswaarde van circa € 57 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 en selectief acquisitiebeleid dat zich kenmerkt door een nadruk op humaniora, internationaal recht, biologie en wetenschapsgeschiedenis. Eind 2016 verwierf Brill de twee Duitse uitgeverijen Ferdinand Schöningh GmbH & Co. en Wilhelm Fink GmbH & Co. Verlags-KG met een gezamenlijke omzet van ruim € 3 miljoen. Hierdoor wordt de groepsomzet met circa 10% uitgebreid en zijn er mogelijkheden voor synergievoordelen. 2018 kende onder leiding van de nieuwe CEO Peter Coebergh een trage start: bij een lichte omzetstijging werd een driekwart lager operationeel resultaat op halfjaarbasis geboekt. Voor geheel 2018 voorziet de Management Board een licht lager resultaat, wat vooral in het belangrijke vierde kwartaal moet worden gerealiseerd. Het aandeel Koninklijke Brill wordt bij uitstek gezien als een dividendrendementsfonds: bij de huidige beurskoers van € 28,00 wordt weliswaar 24x de getaxeerde winst 2018 betaald, maar bedraagt het dividendrendement bijna 4%.



Groep van ondernemingen met wereldwijde activiteiten in het midden- en hoge segment van de fietsenmarkt en de markt voor fietsonderdelen en -accessoires. Accell heeft een leidende marktpositie in Europa met merken als Batavus en Sparta in Nederland, Ghost en Haibike in Duitsland en Lapierre in Frankrijk en is één van de Top-5 spelers in Noord-Amerika. Daarnaast is Accell Group in Europa marktleider in elektrische fietsen. Juist in dit segment vindt momenteel een sterke groei plaats, waarvan de onderneming optimaal zou moeten kunnen profiteren. Echter, de fietsenbranche wordt internationaal gekenmerkt door een sterke prijsconcurrentie die de winstgevendheid van Accell Group onder druk zet. Onder leiding van de nieuwe CEO Ton Anbeek wordt ingezet op een traject van omzetgroei en margeverruiming dat in 2022 moet leiden naar een omzet van tenminste € 1,5 miljard en een operationele marge van 8%. Tegen de huidige beurskoers van € 18,00 wordt circa 18x de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Accell Group betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement circa 2,7%.

LUCAS BOLS

Lucas Bols is het oudste gedistilleerd merk ter wereld en een van Nederlands oudste nog actieve bedrijven. Opgericht in 1575 voert Lucas Bols anno 2018 wereldwijd (met uitzondering van de Verenigde Staten) de nummer één likeuren range en is de onderneming de grootste speler ter wereld in het jeneversegment. De Bols-portefeuille bevat ruim 20 merken in een scala aan gedistilleerde producten die gebruikt worden voor het maken van cocktails, waaronder likeuren, jenevers, gin en vodka. Het asset-light bedrijfsmodel van de onderneming is aantrekkelijk voor beleggers, omdat het een ruime vrije kasstroom genereert. De komende jaren zal Bols trachten de positie op de Amerikaanse markt te versterken, waardoor ook de autonome groei moet kunnen versnellen. In 2016 werd een joint venture met Rémy Cointreau overeengekomen inzake de exploitatie van het iconische merk Passoã. Als gevolg van deze samenwerking zullen omzet en winst per aandeel in het boekjaar 2017/18 circa 20% toenemen. De aandelen noteren slechts iets meer dan 12 keer de verwachte winst 2018 en doen daarmee een significante discount (ruim 50%) ten opzichte van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven zoals de Italiaanse dranken- en likeurenproducent Davide Campari.

Vooruitzichten 2018 en verder

Op het moment van schrijven van dit halfjaarbericht zijn de halfjaarcijfers van de participaties uit onze portefeuille bekend. Wij hebben hierdoor een goed zicht op de haalbaarheid van onze winsttaxaties voor geheel 2018. Uitgaande van de aannames dat:

- De economische groei in West-Europa rond 2% zal uitkomen, in Noord-Amerika – mede gedreven door belastingverlaging – rond 4% zal bedragen en in China weer op tenminste 6% moet kunnen uitkomen;
- De renteniveaus wereldwijd in de tweede helft van het jaar licht zullen stijgen, onder aanvoering van te verwachten renteverhogingen in de Verenigde Staten;
- Er geen grote fluctuaties in de verhouding Euro – US dollar zullen plaatsvinden;
- Zich geen politieke escalaties, zoals een wereldwijde handelsoorlog, zullen voordoen.

Verwachten wij dat 10 van de 15 participaties in onze portefeuille, met een totaalweging van 75% in boekjaar 2018 een hogere winst zullen gaan realiseren. Met name Aalberts Industries, ASMI, Flow Traders, Hunter Douglas, Kendrion, Lucas Bols, Nedap en TKH Group achten wij in staat recordresultaten te overleggen.

Ten aanzien van BESI zijn wij van mening dat de winst dit jaar weliswaar zal achterblijven bij die van recordjaar 2017, maar dat deze teruggang (circa 25%) beperkt zal blijven tot twee, hooguit drie kwartalen, waarna de omzet- en winstgroei weer zal aantrekken. De licht lagere winst (5%) van Acomo en Koninklijke Brill wordt grotendeels gecompenseerd door een verhoudingsgewijs hoog dividendrendement. Wel blijven wij alert op initiatieven van beide ondernemingen (kostenverlagingen / overnames) om de omzet- en winstgroei van impulsen te voorzien.

De 50% winstteruggang in 2018 bij Sif Group is ingecalculleerd; de projecties voor 2019 en 2020 sterken ons in de overtuiging dat het bedrijf zeer goed is gepositioneerd om optimaal te profiteren van de uitstekende perspectieven voor de markt van offshore windenergie.

De relatief kleine positie in fietsproducent Accell Group houden wij vooralsnog aan. Het lopende boekjaar is een transitiejaar. In de loop van 2019 moet duidelijk worden of Accell Group erin slaagt het hoofd te (kunnen) bieden aan de aanhoudende felle concurrentie in de bedrijfstak en een voldoende rendement op het geïnvesteerde kapitaal kan behalen. Exclusief de uitzonderlijk grote winststijgingen van Brunel International (+166%) en Flow Traders (+306%) is de verwachte gewogen winstgoei van onze participaties dit jaar circa 10%.

De portefeuille van Add Value Fund noteert thans tegen een gewogen koers/winstverhouding van 14,2x op basis van onze winsttaxaties voor het lopende boekjaar. Het bijbehorende gewogen dividendrendement bedraagt 4,1%.

Wij menen dat op basis van de verwachte *double digit* winstgroei, een aantrekkelijke waardering en relatief hoog dividendrendement een significante waardeestijging van de portefeuille op middellange termijn mogelijk is.

Duurzaamheid en maatschappelijke betrokkenheid

Inleiding

Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcap aandelen. Add Value Fund Management heeft als beleggingsinstelling de morele plicht om maatschappelijk verantwoord te opereren. Vanuit deze maatschappelijke verantwoordelijkheid beleggen wij niet in ondernemingen die stelselmatig overtredingen plegen op het gebied van mensenrechten, arbeidsvoorwaarden, milieu en anticorruptie. Add Value Fund Management heeft voor haar beleggingen in Add Value Fund gekozen voor een samenwerking met een gespecialiseerd bedrijf op het gebied van duurzaam beleggen, namelijk Sustainalytics. Sustainalytics is opgericht door Triodos Bank, MeesPierson en PGGM en is een van de leidende bedrijven op het gebied van MVO (Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen) screening.

Beleid

In ons beleggingsbeleid voldoen wij aan alle op ons van toepassing zijnde wet- en regelgeving. Daarnaast houden wij rekening met internationaal aanvaarde principes en internationale verdragen. Centraal binnen ons Verantwoord Beleggingsbeleid staan de tien UN Global Compact Principles. Deze uitgangspunten in ons Verantwoord Beleggingsbeleid worden toegepast op alle deelnemingen in de portefeuille van Add Value Fund. De UN Global Compact Principles verwijzen naar de Universal Declaration of Human Rights, RIO Declaration on Environment and Development, UN Convention against Corruption en de International Labour Organization's Declaration of Fundamental Principles and Right at Work.

Implementatie

Add Value Fund Management heeft op basis van de tien UN Global Compact Principles concrete 'non-compliant criteria' afgeleid. Deze criteria hebben betrekking op mensenrechten, arbeidsvoorwaarden, milieu en anticorruptie. In opdracht van Add Value Fund Management analyseert Sustainalytics op kwartaalbasis het voor Add Value Fund relevante beleggingsuniversum op deze non-compliant criteria. Het resultaat is een lijst – 'zwarte lijst' genaamd – van bedrijven die stelselmatig handelen op een wijze die in strijd is met de UN Global Compact Principles.

Add Value Fund belegt, zolang de non-compliant situatie voortduurt, niet in door dit bedrijf uitgegeven effecten. Non-compliant zijn bijvoorbeeld bedrijven die direct betrokken zijn bij de productie of het onderhoud van controversiële wapens, zoals clusterwapens. Dergelijke bedrijven handelen in strijd met Principe 2 van de UN Global Compact Principles. Dit principe stelt dat bedrijven zich actief zullen inzetten om schending van de mensenrechten te voorkomen.

Toetsing beleid

Ieder kwartaal laten wij Sustainalytics ons gehele beleggingsuniversum en alle posities waarin wij beleggen, toetsen op compliance met de UN Global Compact Principles. Hiermee is sprake van een 100% toetsing van ons duurzame beleggingsbeleid.

Verantwoord beleggingsbeleid

De doelstelling van het beheer door Add Value Fund Management is het optimaliseren van de beleggingsresultaten, met inachtneming van risico's in brede zin. In dit proces neemt Add Value Fund Management de discretionaire verantwoordelijkheid op zich als het gaat om het beleggen van gelden van derden. Dit betekent dat Add Value Fund Management rekening houdt met zowel financiële als niet-financiële overwegingen die invloed kunnen hebben op de uiteindelijke keuze van de beleggingen.

Add Value Fund Management concretiseert dit door de ondernemingen waarin wordt belegd zo goed mogelijk zelfstandig te analyseren. Doordat wij bestuurders regelmatig spreken, bedrijven bezoeken en actief aanwezig zijn op de jaarvergaderingen, hebben wij een goed inzicht in de kansen en bedreigingen van de bedrijven. Engagement met het bedrijf en haar relevante stakeholders helpen ons het potentieel van waardecreatie van het bedrijf in te schatten, alsmede zo nodig te beïnvloeden en te vergroten. Dit proces beschouwen wij als een essentieel onderdeel van ons bottom-up beleggingsbeleid.

Binnen dit kader wordt ook niet-financiële waardecreatie op lange termijn steeds meer op waarde geschat door aandeelhouders en door de maatschappij. Dit uit zich onder meer in het vertalen van negatieve externe effecten van bedrijfsvoering in financieel risico, zoals potentiële claims door vervuiling tijdens het productieproces of verkoop van producten die obesitas/longkanker/hoge zorgkosten veroorzaken.

Positieve externe effecten van bedrijfsvoering zijn bijvoorbeeld de lagere energiekosten voor particulieren en bedrijven door de raambekledingproducten van onze participatie Hunter Douglas, of de funderingspalen van onze participatie Sif Group waarop windmolens op zee kunnen worden gebouwd voor het opwekken van duurzame groene stroom.

Deze positieve maatschappelijke veranderingen in combinatie met het financiële rendement leidt tot de door ons gewenste impact.

Add Value Fund Management ziet kansen voor bedrijven die positieve externe effecten kunnen opleveren. Via engagement en dialoog met bedrijfsbestuurders geven wij feedback aan en stimuleren wij deze bedrijven om de effectiviteit van hun bedrijfsvoering te verhogen. Daarbij opereren wij in de overtuiging dat het meewegen van niet-financiële factoren in de bedrijfsvoering het afbreukrisico van (een belegging in) een bedrijf verlaagt. Het feit dat Add Value Fund Management bij voorkeur belegt in ondernemingen met een hoogtechnologisch en sterk innovatief karakter, versterkt dan ook ons (indirecte) MVO-profiel. Immers, vernieuwende technologieën of diensten leveren vaak ondernemingen die een veel breder maatschappelijk resultaat opleveren.

Speerpunten

Het optimaliseren van waardecreatie is een belangrijk speerpunt van Add Value Fund Management. Daarbij speelt innovatie een cruciale rol. De mate en kwaliteit van de innovatie bij onze deelnemingen is een van de parameters van ons verantwoord beleggingsbeleid.

Een tweede speerpunt is een zo optimaal mogelijke transparantie in de verschillende rapportages. Wij vinden dat de zogenaamde Rapportagetransparantie jaar-op-jaar zou moeten verbeteren.

Stembeleid Add Value Fund

De Beheerders van Add Value Fund zijn zoveel mogelijk fysiek aanwezig op de aandeelhoudersvergaderingen van de ondernemingen waarin wordt belegd. Voor zover relevant wordt een actieve rol vervuld tijdens deze vergaderingen.

In 2018 zijn wij aanwezig geweest op de aandeelhoudersvergaderingen van 13 participaties, uit onze portefeuille. Lucas Bols heeft een gebroken boekjaar aan houdt daarom haar jaarvergadering in september dit jaar. De AvA van Hunter Douglas vond plaats op Curaçao, waarbij wij niet aanwezig waren. In de bezochte vergaderingen is gebruik gemaakt van het stemrecht, waarbij in alle gevallen is ingestemd met de geagendeerde voorstellen.

Principles of Fund Governance

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

Risico's

Een overzicht van de risico's en onzekerheden waaraan de vennootschap en haar aandeelhouders zijn blootgesteld, vindt u in het prospectus van de vennootschap d.d. 22 juli 2014 (bladzijde 17: Risicofactoren). Het prospectus kan kosteloos worden aangevraagd bij de Beheerder dan wel geraadpleegd worden via de website van de Beheerder (www.addvaluefund.nl). Onderstaand zijn de vijf meest significante risico's beschreven, wordt een inschatting gemaakt van hun 'impact' en worden de risicohouding van de Directie ten aanzien van deze risico's, de beheersingsmaatregelen ten aanzien van deze risico's en de manifestatie van deze risico's in het boekjaar aangegeven.

1. Algemeen beleggingsrisico. Impact: hoog.

De waarde van de beleggingen van het Fonds kan zowel stijgen als dalen. De aandeelhouders kunnen dien ten gevolge uiteindelijk minder terugkrijgen dan zij hebben ingelegd. De inleg kan zelfs volledig verloren gaan. Dit risico wordt door de Directie acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het fonds. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. Door met een actief beleggingsbeleid te anticiperen op verwachte ontwikkelingen op de kapitaalmarkten poogt de Beheerder dit risico te beheersen. De 'active share' van de geselecteerde beleggingen varieerde in de verslagperiode tussen 80% en 95% ten opzichte van de Amsterdam Midkap

Index. Dit risico heeft zich in de verslagperiode niet voorgedaan binnen de beleggingsportefeuille van het fonds. Add Value Fund presteerde over de eerste zes maanden van 2018 beter dan de Amsterdam Midkap Index maar minder goed dan de Amsterdam Small Cap Index.

2. Selectierisico. Impact: hoog.

Zorgvuldige selectie en spreiding van de beleggingen in portefeuille van het Fonds vormt geen garantie voor het behalen van positieve, dan wel relatief goede, resultaten. Er zijn geen theoretische of praktische argumenten op basis waarvan (tijdelijke) waardedalingen in de toekomst kunnen worden uitgesloten. Naast het risico van algehele koersdalingen bestaat het risico dat, ondanks de zorgvuldige en professionele selectie, één of meerdere beleggingen in de portefeuille als gevolg van tegenvallende ontwikkelingen een negatieve koersontwikkeling doormaakt. Dit risico wordt door de Beheerder acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het fonds. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. Door actief spreiding aan te brengen binnen de beleggingsportefeuille poogt de Beheerder dit risico te beheersen. Het aantal beleggingen in portefeuille bedroeg 15, een minder (Koninklijke Vopak geheel verkocht) dan de vergelijkbare periode in 2017. Dit risico heeft zich in het boekjaar gemanifesteerd en had een negatieve uitwerking op de intrinsieke waarde van het fonds. De participaties BE Semiconductor Industries, Hunter Douglas, Sif Holding, Brunel International, Koninklijke Brill, Neways Electronics International, Kendrion, ASM International, Accell Group en Lucas Bols daalden in het verslagjaar met respectievelijk 28%, 10%, 2%, 4%, 3%, 6%, 11%, 15%, 20% en 7%. De negatieve impact op het rendement bedroeg respectievelijk -2,6% punt, -1,3% punt, 0,0% punt, -0,1% punt, 0,0% punt, -0,2% punt, -0,6% punt, -2,1% punt, -0,3% punt en 0,0% punt. Voor een volledig overzicht van alle participaties zie pagina 9 in het bestuursverslag.

3. Tegenpartijrisico. Impact: hoog.

Het Fonds heeft gedurende het jaar vorderingen gehad op verschillende tegenpartijen, denk hierbij aan de rekening courant bij KAS Bank en nog af te wikkelen effectentransacties. Indien deze vorderingen niet inbaar blijken, leidt dit mogelijk tot een financieel verlies voor het Fonds. Dit risico wordt door de Beheerder acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het fonds. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. Het tegenpartijrisico uit hoofde van effectentransacties wordt daarnaast beperkt doordat uitsluitend op basis van 'delivery-versus-payment' wordt gehandeld door het Fonds. Het tegenpartijrisico heeft zich in de verslagperiode niet voorgedaan.

4. Liquiditeitsrisico. Impact: aanzienlijk.

Hoewel het Fonds voornamelijk belegt in courante beleggingen, bestaat altijd het risico dat een positie niet tijdig tegen een redelijk prijs kan worden geliquideerd. Wanneer de Beheerder genoodzaakt is minder courante beleggingen te verkopen, kan dit resulteren in een aanzienlijke daling van de intrinsieke waarde per aandeel. Dit risico wordt door de Beheerder acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het fonds. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. Door actief spreiding aan te brengen binnen de beleggingsportefeuille van het Fonds en

bij de beleggingsanalyse de liquiditeit van de belegging te betrekken, poogt de Beheerder dit risico te beheersen. Gedurende de verslagperiode kon steeds tenminste circa 25% of meer van de portefeuille worden geliquideerd binnen 1 handelsdag zonder meer dan 33% van het handelsvolume uit te maken. Dit risico heeft zich in de verslagperiode niet voorgedaan binnen de beleggingsportefeuille van het Fonds.

5. Hefboomrisico. Impact: beperkt.

Het Fonds kan beleggen met geleend geld ('leverage') voor een korte overbruggingsfinanciering tot maximaal 20% van het fondsvermogen. Het beleggen met geleend geld leidt tot grotere dagelijkse fluctuaties in de intrinsieke waarde per aandeel en kan bij een scherpe daling van de waarde van de beleggingen als uiterste consequentie met zich brengen dat alle activa van het Fonds toekomen aan de schuldeiser(s). De waarde van de aandelen zal in dat geval waarschijnlijk nihil blijken te zijn. Als gevolg van de rechtsvorm van het Fonds kunnen Aandeelhouders echter niet meer dan hun oorspronkelijke inleg verliezen. Dit risico wordt door de Beheerder acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het Fonds. Het beperken van de mogelijkheid om tijdelijk vreemd vermogen te gebruiken ter financiering van de beleggingen acht de Beheerder niet wenselijk geacht aangezien dit het beheer van het Fonds zou bemoeilijken en de kans op het staken van de inkoop eigen aandelen zou vergroten. Door slechts in beperkte mate gebruik te maken van de mogelijkheid om vreemd vermogen aan te trekken poogt de Beheerder dit risico te beheersen. Dit risico heeft zich niet voorgedaan binnen de beleggingsportefeuille van het Fonds. Gedurende de verslagperiode heeft het Fonds niet belegt met geleend geld.

Bovenstaande risico's worden door de Beheerder van Add Value Fund acceptabel geacht. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. De Beheerder heeft echter wel mitigerende maatregelen genomen om deze risico's in de praktijk te beperken en in verhouding te brengen tot het beleggingsprofiel van het Fonds. Deze maatregelen zijn:

- het opstellen van fondsvoorwaarden waarin restricties worden gesteld aan het beleggingsbeleid;
- het publiceren van de fondsvoorwaarden waardoor deelnemers zich een beeld kunnen vormen van de risico's die verbonden zijn aan Add Value Fund en de bijbehorende mitigerende maatregelen;
- het aanstellen van een onafhankelijke bewaarder die doorlopend toeziet op de naleving van de fondsvoorwaarden en de mutaties van de geld- en effectenrekening van Add Value Fund;
- het aanstellen van een onafhankelijke administrateur die de dagelijkse berekening van de intrinsieke waarde per aandeel verricht;
- de Beheerder laat het dagelijks beheer van Add Value Fund uitsluitend verrichten door medewerkers met ruime ervaring op het gebied van institutioneel vermogensbeheer; daarnaast wordt het fonds in teamverband beheerd;
- de Beheerder Add Value Fund Management B.V. heeft een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen (AIFMD) en staat daardoor onder toezicht van AFM en DNB.

Van de vermelde risico's hebben met name de risico's die betrekking hebben op de daling van de intrinsieke waarde per aandeel als gevolg van de waardeverandering van de geselecteerde financiële instrumenten in de verslagperiode impact gehad op de vennootschap. Omdat de mate waarin dit risico

zich heeft gemanifesteerd, niet heeft geleid tot overschrijding van de fondsvoorwaarden, dan wel een bijstelling van het risicoprofiel van de betreffende fondsen, heeft dit geen aanpassing casu quo verbetering van het risicomanagementsysteem tot gevolg gehad.

Beleggingsrestricties

In financiële markten zijn rendement en risico onlosmakelijk met elkaar verbonden. Hiertoe heeft de Beheerder diverse kwalitatieve en kwantitatieve restricties ingebouwd om de risico's van de beleggingsportefeuille te beheersen. Deze luiden als volgt:

- de portefeuille omvat ten minste 10 en ten hoogste 25 ondernemingen;
- een individuele belegging kan ten hoogste 20% van de portefeuille-omvang uitmaken;
- elke individuele belegging is gemaximeerd tot een belang van 10% van het aandelenkapitaal van de betreffende onderneming;
- onder normale omstandigheden dient minimaal 70% van de in portefeuille opgenomen beleggingen dividendbetalend te zijn geweest in het laatst gepubliceerde boekjaar;
- de mogelijkheid bestaat om incidenteel optieposities in te nemen;
- er worden geen shortposities aangegaan;
- er worden geen aandelen in (ver)bruikleen gegeven;
- het is toegestaan te beleggen in van aandelen afgeleide, door de onderneming geëmitteerde financiële instrumenten, zoals converteerbare obligaties, (niet) cumulatief preferente aandelen en/of warrants;
- maximaal 75% van het belegd vermogen van het Fonds mag in de vorm van liquiditeiten worden aanhouden.

Naast de kwantitatieve beperkingen wordt de performance van de onderneming continu geëvalueerd om te bepalen of de operationele en financiële ontwikkelingen nog steeds de verwachte wijzigingen in de koersniveau's rechtvaardigen.

Verklaring omtrent de bedrijfsvoering

Add Value Fund is een beleggingsinstelling in de zin van de 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 AFM.

Add Value Fund Management beschikt over een beschrijving van de bedrijfsvoering die voldoet aan de eisen van de Wft en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft ("Bgfo"). De Directie heeft gedurende de verslagperiode verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld. Bij onze werkzaamheden hebben wij geen constatering gedaan op grond waarvan wij zouden moeten concluderen dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 115y Bgfo niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving.

Op grond hiervan verklaren wij als Directie van Add Value Fund te beschikken over een beschrijving van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 115y Bgfo, die voldoet aan de eisen van de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving. Wij verklaren voorts met een redelijke mate van zekerheid dat de bedrijfsvoering, waarvan risicomanagement onderdeel uitmaakt, gedurende de verslagperiode effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd.

Amsterdam, 31 augustus 2018

De Directie,
Add Value Fund Management B.V.

Halfjaarcijfers 2018

Balans per 30 juni 2018

(voor resultaatbestemming, bedragen in € 1.000)

		30 juni 2018	31 december 2017
Activa			
Beleggingen			
Aandelen	1	112.391	103.908
Vorderingen			
Vorderingen uit hoofde van uitgegeven aandelen	2	176	226
Overige vorderingen	3	1.068	799
		1.244	1.025
Overige activa			
Liquide middelen	4	5.899	1.170
		5.899	1.170
Totaal activa		119.534	106.103
Passiva			
Eigen vermogen			
Geplaatst kapitaal	5	5.437	4.699
Agioreserve	6	61.446	44.641
Algemene reserve	7	53.388	33.043
Onverdeelde winst	8	-1.202	22.065
		119.069	104.448
Kortlopende schulden			
Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen	9	191	90
Te betalen beheervergoeding	10	178	149
Te betalen prestatievergoeding	11	-	1.391
Overlopende passiva	12	96	25
		465	1.655
Totaal passiva		119.534	106.103
Intrinsieke waarde per aandeel		€ 54,75	€ 55,57

Winst- en verliesrekening 1 januari – 30 juni 2018

(bedragen in € 1.000)

		01-01-2018 / 30-06-2018	01-01-2017 / 30-06-2017
Bedrijfsinkomsten			
Dividendinkomsten	13	3.512	2.537
Gerealiseerde winsten op beleggingen	14	1.118	2.798
Ongerealiseerde winsten op beleggingen	14	-4.725	13.733
Overige bedrijfsinkomsten	15	120	119
Som der bedrijfsinkomsten		25	19.187
Bedrijfslasten			
Bewaarkosten	16	16	10
Kosten depositary	17	12	10
Beheerkosten	18	1.044	1.746
Interest		28	15
Overige bedrijfslasten	19	127	126
Som der bedrijfslasten		1.227	1.907
Netto resultaat		-1.202	17.280

Kasstroomoverzicht 1 januari – 30 juni 2018

(bedragen in € 1.000)

		01-01-2018 / 30-06-2018	01-01-2017 / 30-06-2017
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
Netto resultaat		-1.202	17.280
Aankopen		-21.073	-11.906
Verkopen		8.983	5.313
Waardeveranderingen		3.607	-16.531
Mutatie vorderingen		-1.887	-119
Mutatie kortlopende schulden		479	899
Totaal kasstroom uit beleggingsactiviteiten		-11.093	-5.064
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Ontvangen bij (her-)plaatsing eigen aandelen		27.738	20.974
Betaald bij inkoop eigen aandelen		-10.195	-13.225
Dividenduitkeringen		-1.721	-1.582
Totaal kasstroom uit financieringsactiviteiten		15.822	6.167
Mutatie geldmiddelen		4.729	1.103

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 algemene reserve.

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 van Bloomberg is AVFNV.

De jaarrekening 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 2018 tot en met 31 december 2018. In de periode 1 februari 2007 tot en met 30 maart 2010 was het 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.

Graag verwijzen wij u ook naar het hoofdstuk risico's in het Prospectus.

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

Waarderingsgrondslagen

Algemeen

De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, welke in overeenstemming zijn met Titel 9, Boek 2 van het Nederlands Burgerlijk Wetboek, richtlijnen voor het jaarverslag ('RJ') en met de Wet op het financieel toezicht ('Wft'), zijn niet gewijzigd ten opzicht van voorgaand jaar. De jaarrekening luidt in euro's. Activa en passiva worden gewaardeerd tegen nominale waarde, tenzij anders vermeld.

Waardering van beleggingen

Financiële instrumenten worden bij de eerste opname verwerkt tegen reële waarde plus eventuele direct toerekenbare transactiekosten. Beursgenoteerde aandelen zijn gewaardeerd tegen de per balansdatum geldende beurskoers.

Liquide middelen

Onder de liquide middelen zijn opgenomen bantegoeden die onmiddellijk opeisbaar zijn dan wel een looptijd hebben dan 1 jaar of korter. Liquide middelen worden gewaardeerd tegen nominale waarde.

Vorderingen en kortlopende schulden

Vorderingen en kortlopende schulden worden opgenomen tegen reële waarde en vervolgens tegen geamortiseerde kostprijs. Hieronder vallen onder meer, opgelopen nog niet uitgekeerde rente, betaalbaar gestelde nog niet ontvangen dividenden, verschuldigde nog niet in rekening gebrachte kosten en vergoedingen en overlopende bedragen betreffende uitgifte en inkoop van eigen aandelen. Activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omgerekend naar euro op basis van de actuele valutakoersen.

Dividendinkomsten

Dividenden worden in de Winst- en Verliesrekening verantwoord onder Dividendinkomsten op het moment dat het recht van de entiteit wordt gevestigd. In het geval van beursgenoteerde effecten is dit de datum waarop het aandeel ex-dividend gaat.

Gerealiseerde- en ongerealiseerde winsten op beleggingen

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.

Bedrijfslasten

De bedrijfslasten worden toegerekend aan de periode waarop ze betrekking hebben.

Toelichting op het Kasstroomoverzicht

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen kasstromen uit beleggingsactiviteiten en financieringsactiviteiten.

Toelichting op specifieke posten van de balans

1. Aandelen

Alle beleggingen hebben betrekking op (certificaten van) aandelen in de genoemde beursgenoteerde ondernemingen. Tenminste tweederde zijn liquide (certificaten van) aandelen en alle (certificaten van) aandelen staan ter vrije beschikking van het Fonds.

De uitsplitsing van de beleggingen per 30 juni 2018 is als volgt (bedragen in € 1.000):

	<u>30/6/2018</u>	<u>31/12/2017</u>
Aandelen	<u>112.391</u>	<u>103.908</u>
	<u>112.391</u>	<u>103.908</u>

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

Stand begin verslagperiode		103.908
Aankopen	21.073	
Verkopen	-8.983	
Waardeveranderingen van beleggingen	<u>-3.607</u>	
		<u>8.483</u>
Stand einde verslagperiode		<u>112.391</u>

De specificatie van de beleggingen in aandelen per 30 juni 2018 is als volgt (koers: bedragen in €, waarde: bedragen in € 1.000):

Belegging	Aantal	Koers	Waarde	%
Flow Traders	535.000,00	33,3200	17.825	15,9%
ASM International	350.000,00	47,3600	16.576	14,7%
Hunter Douglas	235.000,00	63,0000	14.805	13,2%
Nedap	205.000,00	45,6000	9.348	8,3%
BE Semiconductor Industries	400.000,00	23,1800	9.272	8,2%
TKH Group	170.000,00	54,4000	9.248	8,2%
Neways Electronics International	560.000,00	12,5500	7.028	6,3%
Kendrion	176.882,00	35,0000	6.191	5,5%
SIF Holding	350.000,00	16,8000	5.880	5,2%
Brunel International	290.000,00	14,5000	4.205	3,7%
Amsterdam Commodities	170.000,00	23,4500	3.987	3,5%
Aalberts Industries	90.000,00	41,0200	3.692	3,3%
Koninklijke Brill	77.500,00	30,6000	2.372	2,1%
Accell Group	69.608,00	18,3000	1.274	1,1%
Lucas Bols	40.000,00	17,2000	688	0,6%
			<u>112.391</u>	<u>100,00%</u>

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

2. Vorderingen uit hoofde van uitgegeven aandelen

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

3. Overige vorderingen

Deze post heeft betrekking op te verrekenen dividendbelasting uit hoofde van de zogenaamde afdrachtvermindering. Te verrekenen dividendbelasting kan worden verrekend zolang het Fonds dividend uitkeert.

4. Liquide middelen

Dit betreft het rekening-courant saldo bij KAS BANK N.V. van € 5.899.409. Dit bedrag staat ter vrije beschikking van het Fonds.

Eigen vermogen

5. Geplaatst kapitaal

Het maatschappelijk kapitaal per 30 juni 2018 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 € 5.436.715 (2.174.686 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen).

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

	2018 aantal	2018 bedragen
Stand begin verslagperiode	1.879.619	4.699
Uitgegeven / geplaatst	468.979	1.173
Ingekocht	<u>-173.912</u>	<u>-435</u>
	<u>295.067</u>	<u>738</u>
Stand einde verslagperiode	<u><u>2.174.686</u></u>	<u><u>5.437</u></u>

6. 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	44.641
Gestort bij uitgifte / plaatsing	26.566
Onttrokken bij inkoop	<u>-9.761</u>
	<u>16.805</u>
Stand einde verslagperiode	<u><u>61.446</u></u>

7. Algemene reserve

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

Stand begin verslagperiode	33.043
Dividenduitkering	-1.721
Onverdeeld resultaat voorgaand boekjaar	<u>22.066</u>
	<u>20.345</u>
Stand einde verslagperiode	<u>53.388</u>

8. Onverdeelde winst

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

Stand begin verslagperiode	22.066
Ten laste van algemene reserve	- 22.066
Resultaat lopend boekjaar	<u>-1.202</u>
	<u>-23.268</u>
Stand einde verslagperiode	<u><u>-1.202</u></u>

9. Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen

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

10. Te betalen beheervergoeding

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

11. Te betalen prestatievergoeding

Deze post betreft de verschuldigde prestatievergoeding (performance kosten) over de verslagperiode.

12. Overlopende passiva

Onder deze post zijn reserveringen uit hoofde van met name accountants- en advieskosten, overige kosten, toezichtskosten en bankkosten opgenomen.

Toelichting op specifieke posten van de winst- en verliesrekening

13. Opbrengsten uit beleggingen

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

14. Gerealiseerde- en ongerealiseerde winsten op 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):

	1H2018	1H2017
Gerealiseerde winsten uit aandelen	1.118	2.798
Gerealiseerde verliezen uit aandelen	-	-
Totaal Gerealiseerde koersresultaten	<u>1.118</u>	<u>2.798</u>
Ongerealiseerde winsten uit aandelen	7.795	17.211
Ongerealiseerde verliezen uit aandelen	<u>-12.520</u>	<u>-3.478</u>
Totaal ongerealiseerde koersresultaten	<u>-4.725</u>	<u>13.733</u>
Totaal Waardeveranderingen van beleggingen	<u><u>-3.607</u></u>	<u><u>16.531</u></u>

In onderstaand overzicht is een specificatie opgenomen van de koersresultaten en bruto dividenden per belegging.

	Koersresultaat 1H2018	Dividend 1H2018	Koersresultaat 1H2017	Dividend 1H2017
Aalberts Industries NV	-124	58	525	147
Accell Group NV	-357	35	472	50
Amsterdam Commodities NV	-111	119	1.597	158
ASM International NV	-3.020	280	1.747	161
BE Semiconductor Industries NV	-4.417	928	2.922	313
Brunel International NV	-203	44	-911	116
Flow Traders NV	7.983	192	-2.442	252
Hunter Douglas NV	-2.076	435	4.282	359
Kendrion NV	-913	154	1.807	156
Koninklijke Brill NV	-299	270	345	83
Lucas Bols NV	-54	-	-125	37
NV Nederlandsche Apparatenfabriek 'Nedap'	339	512	132	-
Neways Electronics International NV	-627	175	1.288	322

Randstad NV	-	-	1.535	75
SIF Holding NV	22	105	-	-
TKH Group NV	250	204	1.068	83
	<u>-3.607</u>	<u>3.511</u>	<u>16.531</u>	<u>2.537</u>

15. Overige bedrijfsopbrengsten

Onder deze post zijn de ontvangen op- en afslagen verantwoord ten bedrage van € 120.324 in verband met uitgegeven en ingekochte aandelen van het Fonds vanwege toe- en uittreedende beleggers. Deze opbrengsten komen ten gunste van het Fonds.

16. Bewaarkosten

De bewaarkosten bestaan uit de kosten bewaarloon van depotbank KAS BANK.

17. Kosten depositary

De kosten depositary bestaan uit de kosten van KAS Trust bewaarder in de zin Wft.

18. Beheerkosten

Het beheer van het fondsvermogen, inclusief de financiële en 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 Beheerder ontvangt een vaste beheervergoeding die afhankelijk is van de Intrinsieke Waarde.

Hierbij hanteert de Beheerder een degressieve staffel waarbij:

- De Beheerder een vaste beheervergoeding van 0,14583% per maand over de Intrinsieke Waarde (vóór reservering van de vaste beheervergoeding) ontvangt over de Intrinsieke Waarde tot en met het niveau van € 100 miljoen; en
- Voor het gedeelte van de Intrinsieke Waarde boven het niveau van € 100 miljoen tot en met het niveau van € 150 miljoen ontvangt de Beheerder daarboven op een vaste beheervergoeding van 0,12500% per maand over de Intrinsieke Waarde (vóór reservering van de vaste beheervergoeding); en
- Voor het gedeelte van de Intrinsieke Waarde boven het niveau van € 150 miljoen tot en met het niveau van € 200 miljoen ontvangt de Beheerder daar bovenop een vaste beheervergoeding van 0,10417% per maand over de Intrinsieke Waarde (vóór reservering van de vaste beheervergoeding); en
- Voor het gedeelte van de Intrinsieke Waarde boven het niveau van € 200 miljoen ontvangt de Beheerder daar bovenop een vaste beheervergoeding van 0,08333% per maand over de Intrinsieke Waarde (vóór reservering van de vaste beheervergoeding).

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 kan in ieder boekjaar in aanmerking komen 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:

- $10\% \times$ (outperformance minus eventuele, nog niet verrekende, 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.

19. Overige bedrijfslasten

De accountantskosten voor boekjaar 2018 zijn vastgesteld op € 21.175 inclusief BTW. De marketingkosten mogen jaarlijks maximaal 0,12% van het gemiddeld fondsvermogen bedragen.

De bezoldiging van de Raad van Commissarissen bedraagt in 2018, net als voorgaande jaren, € 24.200 inclusief BTW op jaarbasis. De vaste kosten op jaarbasis van de Raad van Commissarissen komen overeen met wat opgenomen is in het Prospectus. De overige bedrijfskosten zijn vanwege de werkzaamheden die derden voor het Fonds verrichten die afhankelijk is van algemene marktontwikkelingen en inflatie, is het a priori niet mogelijk de vermelde overige kosten te maximeren. Omdat de marketingkosten, kosten bewaarder, AFM en DNB afhankelijk zijn van de omvang van het fondsvermogen, en er geen limiet is gesteld aan het fondsvermogen, is het a priori niet mogelijk het maximum van deze kosten te bepalen.

De overige kosten bedroegen in 1^o helft 2018 € 4.000 inclusief BTW op jaarbasis.

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

	1H2018	1H2017
Marketingkosten	73	53
Kosten ENL Agent en Fund Agent	0	14
Accountantskosten	12	11

Kosten fiscaal advies	14	13
Kosten toezicht AFM en DNB alsmede noteringskosten	6	6
Bankkosten	2	4
Commissarissenvergoeding	12	12
Aansprakelijkheidsverzekering	4	4
Administratieve vergoeding	-	2
Overige kosten	4	7
	<u>127</u>	<u>126</u>

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 op jaarbasis 1,96% (2017: 2,02%). De LKF inclusief de te betalen prestatievergoeding voor de directie bedraagt op jaarbasis 1,96% (2017: 3,44%).

De LKF geeft inzicht in het totale kostenniveau op jaarbasis 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 € 122.418.677 (1e halfjaar 2017: € 94.414.133).

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 € 30.056, ofwel 0,02% (1H2017: 0,02%) 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 uittredende beleggers 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 uittredende beleggers. De POF voor de verslagperiode bedraagt -5,8% (1H2017: -18,0%).

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

Er zijn geen andere verplichtingen aangegaan die niet uit de balans blijken.

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):

	30-06-2018	31-12-2017
H.T. Wiersma	4.074	3.789
W.F. Burgers	20.619	20.334
B.P. Rogmans	237	-
J.F. Westerling	32.500	24.900
S. Smits	491	491

De heren H.T. Wiersma, J.F. Westerling, B.P. Rogmans 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).

Eén lid van de Raad van Commissarissen heeft een belang in het Fonds. Geen van alle commissarissen hebben 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 uitbesteede werkzaamheden worden door Add Value Fund Management B.V. gedragen en komen niet ten laste van het Fonds. De werkzaamheden en aansprakelijkheid zijn opgenomen in een SLA overeenkomst.

KAS Trust & Depositary Services B.V. is de bewaarder van het Fonds. De werkzaamheden en aansprakelijkheid zijn opgenomen in een SLA overeenkomst. KAS Bank N.V. is de depotbank van het Fonds. De werkzaamheden en aansprakelijkheid zijn opgenomen in een SLA overeenkomst.

Verantwoordelijkheden van de bewaarder

De bewaarder treedt op als bewaarder zoals gedefinieerd in de AIFM Richtlijn en voert haar taken uit in overeenstemming met de AIFM Richtlijn, de gedelegeerde verordening, relevante Nederlandse wet- en regelgeving en richtlijnen die uitgevaardigd zijn door de European Securities and Markets Authority en de Autoriteit Financiële Markten (de "regelgeving"). De verantwoordelijkheden van de bewaarder zijn

beschreven in de Depositary Agreement en omvatten, naast het in bewaring nemen van financiële instrumenten en de bewaarnemingstaken in verband met eigendomsverificatie en het bijhouden van een register van overige activa (zoals gedefinieerd in artikel 21(8) AIFM Richtlijn), ook een aantal monitoringsen toezichtstaken (zoals gedefinieerd in artikel 21(7) en 21(9) AIFM Richtlijn), te weten:

- Monitoring van de kasstromen, waaronder het identificeren van significante en inconsistente kasstromen en het reconciliëren van de kasstromen met de administratie van het fonds;
- Het zorgdragen dat de uitvoering van uitgifte, inkoop, intrekking en waardering van participaties van het fonds in overeenstemming is met de fondsvoorwaarden en de toepasselijke wet- en regelgeving;
- Het zorgdragen dat de tegenwaarde van transacties die betrekking hebben op de activa van het fonds tijdig aan het fonds wordt overgemaakt;
- Het controleren dat de opbrengsten van het fonds de bestemming krijgen die in overeenstemming is met de fondsvoorwaarden en de toepasselijke wet- en regelgeving;
- Het controleren of de Beheerder zich houdt aan de in de fondsdocumentatie vastgestelde beleggingsbeperkingen en hefboomfinancieringslimieten.

Transacties

Aan- en verkopen van beleggingen vinden bij verschillende Nederlandse financiële instellingen plaats. De hoogte van de transactiekosten is bij alle betrokken instellingen 0,1% over de effectieve waarde. Er vonden in de verslagperiode geen transacties plaats via Optimix Vermogensbeheer N.V. Optimix Vermogensbeheer N.V. is aandeelhouder in de Beheerder van Add Value Fund N.V.

Resultaten

Hieronder zijn de resultaten van het Fonds opgenomen. Onderstaande cijfers hebben derhalve betrekking op de periode 1 januari 2014 tot en met 30 juni 2018.

	30-6-2018	2017	2016	2015	2014
Algemeen					
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	2.174.686	1.879.619	1.748.253	1.696.817	1.717.674
Fondsvermogen (in €, ultimo)	119.068.555	104.448.176	77.809.418	66.911.401	56.641.531
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	54,75	55,57	44,51	39,43	32,98
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	55,02	55,85	44,28	39,63	33,14
Resultaten (bedragen in € 1.000)					
Opbrengsten	3.632	2.753	2.568	2.583	1.666
Waardeveranderingen	-3.607	22.698	9.176	11.408	235
Kosten	-1.227	-3.386	-1.691	-1.417	-1.345
Totaal	<u>-1.202</u>	<u>22.065</u>	<u>10.053</u>	<u>12.574</u>	<u>556</u>
Resultaten per aandeel (bedragen in €)¹					
Opbrengsten	1,67	1,46	1,47	1,52	0,97
Waardeveranderingen	-1,66	12,08	5,25	6,72	0,13
Kosten	-0,56	-1,80	-0,97	-0,83	-0,78
Totaal per aandeel	<u>-0,55</u>	<u>11,74</u>	<u>5,75</u>	<u>7,41</u>	<u>0,32</u>
Resultaat o.b.v. intrinsieke waarde per aandeel	0,0%	+26,6%	+14,9%	+22,0%	+2,0%

Amsterdam, 31 augustus 2018

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 prioriteitsaandelen 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. Prioriteitsaandelen 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 blijktens 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 prioriteitsaandelen geplaatst bij Stichting Prioriteit Optimix. De houders van de prioriteitsaandelen 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 2018 en van het resultaat over de periode 1 januari 2018 tot en met 30 juni 2018.

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 (voorzitter) 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
Bewaarder	KAS TRUST B.V. Nieuwezijds Voorburgwal 225 1012 RL Amsterdam
Accountant	Ernst & Young Accountants LLP Antonio Vivaldistraat 150 1083 HP Amsterdam
Juridisch adviseur / Fiscalist	Greenberg Traurig LP Hirsch Building, Leidseplein 29 1017 PS Amsterdam