

## **Halfjaarbericht 2019**

### **Add Value Fund N.V.**

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

## Inhoudsopgave

Profiel.....	3
Kerncijfers .....	5
Bestuursverslag .....	6
Halfjaarcijfers 2019 .....	24
Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening .....	28
Overige gegevens .....	41
Algemene gegevens .....	43

## 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](http://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](http://www.addvaluefund.nl).

## Kerncijfers

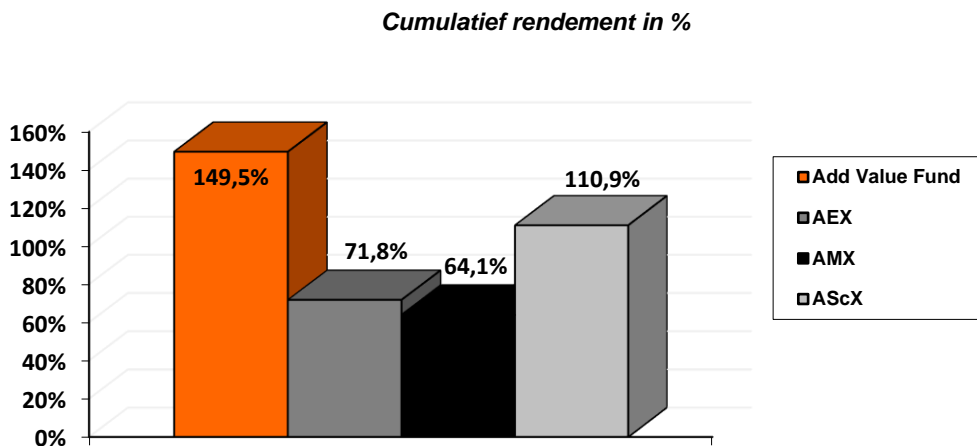
De kerncijfers van het Fonds per 30 juni 2019 zijn als volgt:

	30-06-2019	30-06-2018	30-06-2017	30-06-2016
<b>Algemeen</b>				
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.901.620	2.174.686	1.911.297	1.705.626
Fondsvermogen (in €, ultimo)	99.269.154	119.068.555	101.256.452	66.279.242
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	52,20	54,75	52,98	38,86
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	52,46	55,03	52,71	39,05
Hoogste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	54,30	61,86	54,81	41,13
Laagste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	43,71	54,20	35,25	35,25
Dividend per aandeel (in € en contanten)	1,50	0,80	0,80	0,80
Beleggingsresultaat op basis van intrinsieke waarde per aandeel en inclusief dividend	20,4%	0,0%	+20,8%	+0,6%
Beleggingsresultaat op basis van beurskoers en inclusief herbeleggen dividend	20,4%	0,0%	+20,8%	+0,6%

Een toelichting op de kerncijfers staat op pagina 40.

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 2019 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 2019.

### Ontwikkeling beleggingsresultaten en fondsvermogen

Add Value Fund realiseerde in de eerste jaarihelft van 2019 een stijging van het totaal beleggingsresultaat. De intrinsieke waarde per aandeel steeg gedurende deze periode met 17,0% van € 44,62 per ultimo 2018 naar € 52,20 per eind juni 2019. Wanneer het in april uitgekeerde dividend in contanten van € 1,50 per aandeel in de berekening wordt betrokken, bedraagt het netto beleggingsresultaat over de eerste zes maanden van dit jaar +20,4%.

In vergelijking met de Nederlandse aandelenindices realiseerde het Fonds in de eerste jaarihelft van 2019 een *underperformance* ten opzichte van de Amsterdam Midkap Index (+23,7%) maar een *outperformance* ten opzichte van de Amsterdam SmallCap Index (+13,0%) en de AEX-Index (+17,7%).

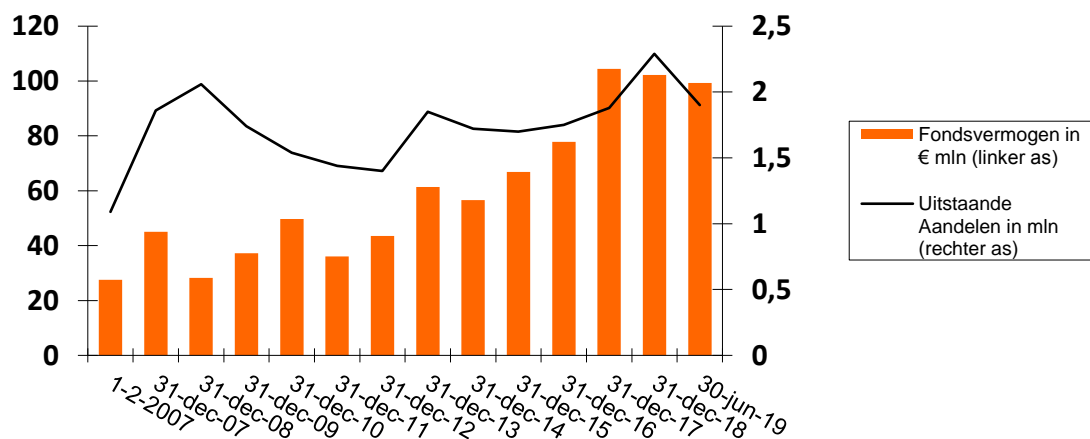
Sinds de start van het Fonds op 1 februari 2007 heeft het Fonds een cumulatieve waarde­stijging (na kosten en inclusief herbeleggen van dividenden) van 149,5% gerealiseerd (zie grafiek pagina 5).

Dit is een beduidend beter resultaat in vergelijking met de AEX-Index (+71,8%), de Amsterdam Midkap-Index (+64,1%) en de Amsterdam SmallCap-index (+110,9%) 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 daalde in de verslagperiode per saldo met 3% van € 102,2 miljoen naar € 99,3 miljoen als gevolg van netto uitstroom van aandelen. Het aantal uitstaande aandelen nam in de verslagperiode met bijna 17% af tot 1.901.620.

### Ontwikkeling fondsvermogen en uitstaande aandelen sinds oprichting



Bron: AVFM

### Totstandkoming beleggingsresultaat

Er was in de eerste zes maanden van 2019 sprake van een wisselend marktsentiment. Het macroeconomisch speelveld bleef zich in beginsel gunstig ontwikkelen met een voortzetting van de economische groei en een handhaving van een laag renteniveau. Daarentegen waren er ook minder gunstige externe factoren. Het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China ging een grimmiger fase in, terwijl de politieke strubbelingen in Europa eveneens bijdroegen aan een defensieve attitude bij beleggers.

De euro verloor licht terrein tegen de US dollar en de tienjaars rente op Nederlandse staatsleningen daalde van 0,38% naar -0,16%.

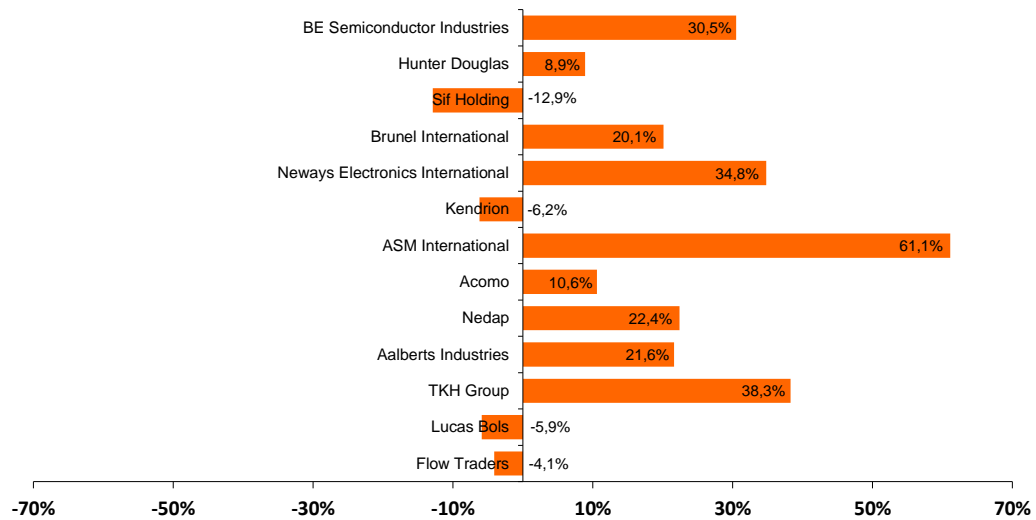
Per saldo sloot Add Value Fund de eerste zes maanden af met een beleggingsresultaat van +20,4%. Deze uitkomst kwam tot stand door (1) een zeer forse positieve bijdrage van de participaties in de halfgeleidersector. Onze grootste participatie, ASM International, realiseerde een totaal beleggingsresultaat van +61%, op de voet gevolgd door BE Semiconductors (+31%) en Neways Electronics International (+35%). (2) een positieve bijdrage van de industriële participaties Aalberts Industries (+22%), Nedap (+22%) en TKH Group (+38%), alsook van raambekledingsspecialist Hunter Douglas (+9%), handelshuis Acomo (+11%) en detacheerder Brunel International (+20%). (3) een licht negatieve bijdrage van de participaties in Flow Traders (-4%), Kendrion (-6%) en Lucas Bols (-6%). (4) een negatieve bijdrage van de deelneming in Sif Group van -13%.

Het relatief kleine belang in de wetenschappelijke uitgeverij Koninklijke Brill werd in de verslagperiode verkocht. Er werden geen nieuwe participaties in de portefeuille opgenomen. Het aantal participaties in de portefeuille daalde van 14 naar 13.

Met name de waardeinstijging van de chipmachinefabrikanten ASMI en Besi was fors en een direct gevolg van de uitstekende performance van de beide management teams. Vooral ASMI presteerde aanzienlijk beter dan de halfgeleiderindustrie en analistenconsensus, hetgeen tot een *re-rating* van de aandelenkoers leidde. De matige performance van Kendrion laat zich verklaren door de ongunstige ontwikkelingen in de wereldwijde automotive-sector; wij blijven echter vertrouwen houden in het bedrijfs- en verdienmodel van Kendrion en rekenen op een krachtig omzet- en winstherstel zodra de markt zich weer enigszins herstelt. De tegenvallende performance van Sif Group, marktleider in offshore wind funderingen, werd reeds in juli/augustus 2019 ingelopen nadat de onderneming enkele grote projecten voor boekjaar 2020 meldde.

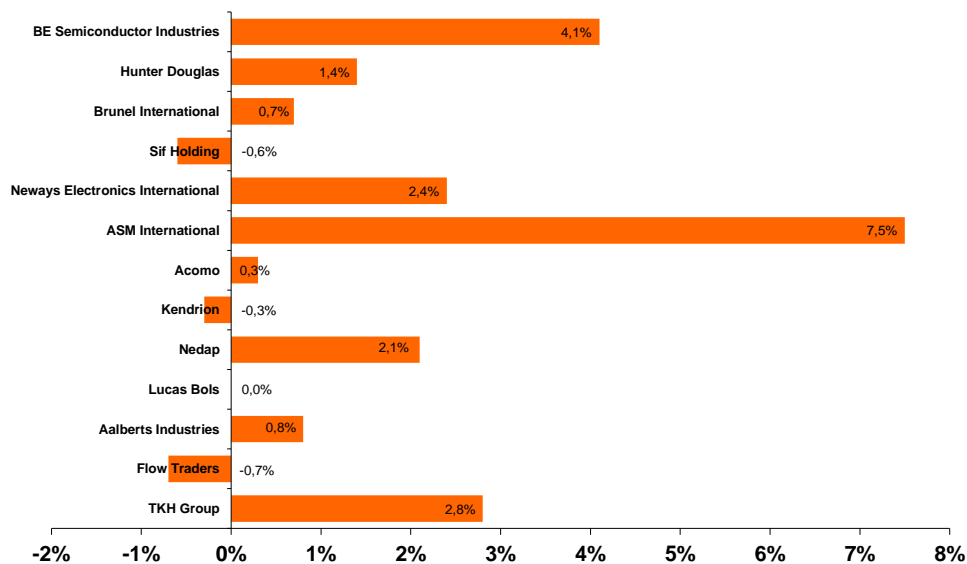
In de eerste helft van 2019 vond slechts één beursintroductie plaats op Euronext Amsterdam, te weten die van laadpalenbedrijf Fastned waarop wij niet hebben ingeschreven. Er was ook een beurs-exit te melden: installatiebedrijf Batenburg Beheer verdween van de beurs na een succesvolle bieding van grootaandeelhouder Van Puyenbroek. In juli 2019 was er een bieding van Essilor/Luxottica op brillen-retailer GrandVision van € 28,- per aandeel, een premie van 37% boven de laatst gedane beurskoers.

**Rendement (koerswinst + dividend) participaties vanaf 1 januari tot en met 30 juni 2019**



Bron: Bloomberg

**Rendementsbijdrage (in %-punten) participaties vanaf 1 januari tot en met 30 juni 2019**



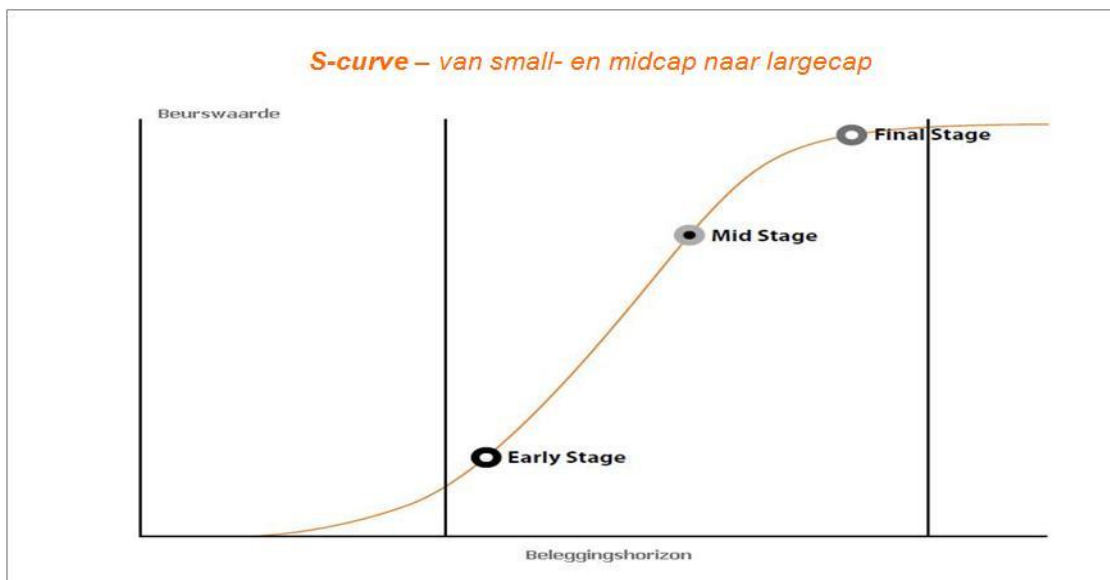
Bron: Bloomberg



### 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 12 jaar in portefeuille. Van de 13 participaties in portefeuille zijn er zes zogenaamde smallcaps met een beurswaarde van minder dan € 500 miljoen en zeven zogenaamde midcaps met een beurswaarde van meer dan € 500 miljoen. Aalberts is met een beurswaarde van ruim € 3,8 miljard de grootste participatie in portefeuille en Neways Electronics International is met een beurswaarde van € 158 miljoen de kleinste. Per 30 juni 2019 was ruim 25% van de portefeuille belegd in smallcaps en bijna 75% 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 kernpijlers:

- 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 groei strategie 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 2019 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 2019 *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 stijf 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 bouw- en olie en gasondernemingen.

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 13 participaties wat een afspiegeling vormt van de zeer strenge investeringscriteria.

### Beleggingsportefeuille

De beleggingsportefeuille bestaat per 30 juni 2019 uit de volgende 13 participaties (op volgorde van weging van hoog naar laag):



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 2019/20 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. Dat stelt ASMI in staat om op regelmatige basis eigen aandelen in te kopen. Bij de publicatie van de fraaie

halfjaarcijfers 2019 werd een aandeleninkoopprogramma van € 100 miljoen aangekondigd voor de periode 2019 – 2020. Hierdoor zal het aantal uitstaande aandelen naar verwachting met circa 2,5% afnemen. Tegen de huidige beurskoers van € 75,- wordt 15x de getaxeerde winst 2020 voor de aandelen ASMI betaald. En bedraagt de huidige som-der-delen circa € 80 euro per aandeel.

## 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, heeft zich in 2018 en 2019 vertaalt in een omzet- en winstgroei versnelling. Met een omzet die richting \$ 4 miljard gaat, verwachten wij dat Hunter Douglas de komende jaren de voordelen uit schaalgrootheid in toenemende mate zal weten te verzilveren. De aandelen zijn tegen de huidige beurskoers van € 60,- op 8,3x de getaxeerde winst 2019 uiterst bescheiden gewaardeerd.

## FLOW TRADERS

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. Na het recordjaar 2018 waarin een winst per aandeel van € 3,46 werd verdiend, koerst Flow Traders in 2019 aan op een winst per aandeel van circa € 1,50. Tegen de huidige beurskoers van € 24,00 wordt 16x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Flow Traders betaald en bedraagt het dividendrendement ruim 4%.



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 koopt zodoende structureel eigen aandelen in. Aan het einde van Q2 2018 werd BESI geconfronteerd met een vertraging in de orderintake die zich medio 2019 lijkt te stabiliseren. Voor boekjaar 2019 taxeren wij een winst per aandeel van circa € 0,80 (2018: € 1,67). Tegen de huidige beurskoers van

€ 26,- wordt 32,5x de verwachte – tijdelijk lagere - winst 2019 voor de aandelen BESI betaald. Bij een onveranderde 100%-pay out ratio komt het dividendrendement alsdan op 3,1%.



De Groenlose onderneming heeft in 2017 haar Supply Chain verder geoptimaliseerd, waardoor de uitbouw van de kernactiviteiten onder de eigen Nedap-merknaam in 2018 kon 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%. Ofschoon de halfjaarcijfers 2019 een daling van omzet en resultaat lieten zien in vergelijking met de sterke eerste helft van 2018, handhaafde het management de eerdere prognose van voortgaande omzetgroei voor geheel 2019. Het aandeel Nedap wordt al jarenlang gewaardeerd op basis van een aantrekkelijk dividendrendement van 4 à 5%. Wanneer het groeiarakter van het verdienmodel van de onderneming definitief bewaarheid wordt, lijkt een herwaardering van het aandeel een kwestie van tijd te zijn.



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. Wij verwachten dat Neways op termijn in staat moet zijn om een EBIT-marge te realiseren van circa 5% of meer. Gezien de iets mindere gunstigere vooruitzichten voor het lopende jaar zal de winst per aandeel in 2019 dalen naar circa € 1,00 (2018: € 1,20). Tegen de huidige beurskoers van € 11,20 noteert het aandeel daarmee slechts iets meer dan 11 keer de verwachte winst 2019 en doet daarmee een substantiële discount (50%) in vergelijking met buitenlandse beursgenoteerde concurrenten, veelal Amerikaanse EMS (Electronic Manufacturing Services)-ondernemingen.



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. Op de Capital Markets Day van juni 2019 werd het programma *Simplify and Accelerate* geïntroduceerd, waarbij niet-kernactiviteiten met een omzetwaarde van € 300 – 350 miljoen worden verkocht, waardoor er extra ruimte ontstaat om de kernactiviteiten te laten groeien. De publicatie van de halfjaarcijfers 2019 zorgde voor een scherpe beurskoersreactie omdat er tijdelijk een wat lagere orderexecutie is en de kosten van het *Simplify and Accelerate* programma voor de baat uitgaan. Vanaf het tweede halfjaar 2019 zal de groei volgens CEO Alexander van der Lof weer aantrekken. Tegen een beurskoers van € 43,- worden de aandelen TKH Group tegen circa 15x de getaxeerde winst 2019 gewaardeerd bij een dividendrendement van ruim 3%.



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 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 handhaaft hiermee haar imago van kwalitatief hoogwaardig groeiende. Tegen de huidige beurskoers van € 34,- wordt 12,5x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Aalberts betaald en bedraagt het bijbehorende dividendrendement circa 2,4%.



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 bleek 2018 een overgangsjaar te zijn met een marginaal netto verlies, onder meer door uitstel/doorschuiven van enkele grote projecten, alsmede vanwege noodzakelijk onderhoud. Echter, na een aarzelende start van boekjaar 2019 werden recent enkele grote opdrachten binnengehaald, waardoor de capaciteit in het restant van

2019 en geheel 2020 nagenoeg volledig is bezet. Tegen de huidige beurskoers van € 11,50 wordt circa 15x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Sif Group betaald en minder dan 10x het verwachte resultaat voor 2020.



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 2023 moet leiden tot een EBITA-marge van 15% en een Return on Investment (ROI) van tenminste 20% bij een voorziene autonome jaarlijkse omzetgroei van 5%. Op korte termijn ondervindt Kendrion echter forse tegenwind door de wereldwijde krimp in de automotive sector en de dreigende recessie in Duitsland. De onderneming houdt evenwel onverkort vast aan haar lange termijn strategie en heeft het volste vertrouwen deze ook daadwerkelijk te zullen realiseren. Ter onderstreping van het zelfbewustzijn kondigde Kendrion bij de presentatie van de halfjaarcijfers aan om voor een tegenwaarde van maximaal € 10 miljoen eigen aandelen te gaan inkopen. Tegen de huidige beurskoers van krap € 17,- komt dit overeen met bijna 5% van het totaal aantal uitstaande aandelen. Kendrion behoort tot een van de best gepositioneerde ondernemingen op de S-curve. De aandelen Kendrion worden tegen de huidige beurskoers van € 17,- verhandeld tegen 15x de getaxeerde winst 2019 en doen een dividendrendement van circa 3,5%.



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 heeft in boekjaar 2018 voor het eerst in vijf jaar tijd weer hogere omzetten en resultaten gerapporteerd, nu de organisatie is aangepast aan de lagere vraag in de Energie-sector. Onder leiding van 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 € 10,50 wordt nog geen voorschot genomen op deze verwachting. Daarbij past wel de aantekening dat het resultaat 2019 nadelig is beïnvloed door een eenmalig projectverlies van € 5,5 miljoen. Met een netto kaspositie van ruim € 60 miljoen per medio 2019 verwachten wij dat Brunel de komende periode ook actief zal zijn op het gebied van overnames en daarmee de winstgroei zou kunnen versnellen. Voor boekjaar 2020 gaan wij uit van een winst per aandeel van € 0,60, waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers worden verhandeld tegen 17x de verwachte winst bij een dividendrendement van circa 3%.



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, werd Acomo in 2018 geconfronteerd met magedruk 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 2019 houden wij rekening met een licht winstherstel waarvan de publicatie van de halfjaarcijfers het eerste bewijs vormde. Het solide dividendrendement van 5,7% op jaarbasis onderbouwt het kwaliteitsimago van deze deelneming die wereldwijd actief is in circa 90 landen.



Lucas Bols is het oudste gedistilleerd merk ter wereld en een van Nederlands oudste nog actieve bedrijven. Oppericht in 1575 voert Lucas Bols anno 2019 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 tracht Bols 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. De resultaten van deze samenwerking beantwoorden tot nu toe aan de verwachtingen. Wij gaan er van uit dat Bols uiterlijk in 2021 de gehele controle over de joint venture zal verkrijgen. De aandelen noteren slechts iets meer dan 12 keer de verwachte winst 2019 en doen daarmee een significante discount (ruim 50%) ten opzichte van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven zoals de Italiaanse dranken- en likeurenproducent Davide Campari.

### Vooruitzichten 2019 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 2019. Uitgaande van de aannames dat:

- De economische groei in West-Europa rond 1% zal uitkomen, in Noord-Amerika circa 2% zal bedragen en in China op circa 6% moet kunnen uitkomen;
- De renteniveaus wereldwijd in de tweede helft van het jaar licht verder zullen dalen, onder aanvoering van te verwachten renteverlagingen in de Verenigde Staten en Europa;
- 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 6 van de 13 participaties in onze portefeuille, met een totaalweging van 46% in boekjaar 2019 een hogere winst zullen gaan realiseren. Met name Aalberts, ASM International en Hunter Douglas achten wij in staat recordresultaten te overleggen.

Flow Traders zal naar verwachting weliswaar een belangrijk lager resultaat realiseren dan in recordjaar 2018, maar voldoet ruimschoots aan onze investeringscriteria. Deze deelneming, met een weging van 12,5%, fungeert als een *hedge* tegen een sterke toename van de koersvolatiliteit in financiële markten. Daarnaast zorgt het gehanteerde verdienmodel voor een gestage groei van het marktaandeel van deze internationale liquidity provider.



Ten aanzien van BESI zijn wij van mening dat de winst dit jaar door de cyclische teruggang in de halfgeleiderindustrie, zal terugvallen naar het niveau van 2016. Voor volgend jaar voorzien wij weer een verbetering van de winstgevendheid, omdat BESI excellent is gepositioneerd om te profiteren van de dynamiek van de *digital society*. Voor de beide technologie-ondernemingen Nedap en TKH Group is 2019 een overgangsjaar in de transitie naar een portfolio van hogere kwaliteit met duurzamere en hogere winstmarges. De winstteruggang in 2018 bij Sif Group was ingecalculeerd; 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. Kendrion kampt met tegenwind in de internationale automotive-markt en de tegenvallende groei in de Duitse machinebouw. Zodra de marktomstandigheden in deze markten ook maar enigszins verbeteren, voorzien wij een snel en krachtig winstherstel bij deze goed gepositioneerde onderneming. De kleinere participaties, Acomo, Brunel International en Lucas Bols, zullen naar verwachting licht hogere resultaten laten zien, waarbij de marktomstandigheden als uitdagend kunnen worden betiteld. De verwachte gewogen winstgoei van onze portefeuille bedraagt dit jaar circa 5%.

De portefeuille van Add Value Fund noteert thans tegen een gewogen koers/winstverhouding van 16x op basis van onze winsttaxaties voor het lopende boekjaar. Het bijbehorende gewogen dividendrendement bedraagt 4,1%.

Wij menen dat op basis van de verwachte winstgroei, een aantrekkelijke waardering en relatief hoog dividendrendement een verdere 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, de lagere dervingskosten voor retailers door de RFID-oplossingen van onze participatie Nedap, de hogere productiviteit bij bandenproducenten door de *state-of-the art* technologie van bandenbouwproducent VMI, onderdeel van onze participatie TKH Group 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 2019 zijn wij aanwezig geweest op de aandeelhoudersvergaderingen van 13 participaties uit onze portefeuille, inclusief die van Koninklijke Brill. Deze deelneming hebben wij in mei 2019 verkocht. 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](http://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 2019 minder goed dan de Amsterdam Midkap Index maar beter dan de Amsterdam Small Cap Index.

**2. Selectierisico. Impact: hoog.**

Zorgvuldige selectie en diversificatie 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 diversificatie aan te brengen binnen de beleggingsportefeuille poogt de Beheerder dit risico te beheersen. Het aantal beleggingen in portefeuille bedroeg 13, twee minder (Accell Group en Koninklijke Brill geheel verkocht) dan de vergelijkbare periode in 2018. Dit risico heeft zich in het boekjaar gemanifesteerd en had een negatieve uitwerking op de intrinsieke waarde van het fonds. De participaties Sif Holding, Kendrion, Flow Traders en Lucas Bols daalden in het verslagjaar met respectievelijk 13%, 6%, 4% en 6%. De negatieve impact op het rendement bedroeg respectievelijk -0,6% punt, -0,3% punt, -0,7% punt en 0,0% punt. Voor een volledig overzicht van alle participaties zie pagina 8 in het bestuursverslag.

**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.

### **3. Liquiditeitsrisico. Impact: aanzienlijk.**

Hoewel het Fonds voornamelijk belegd 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% van de portefeuille worden geliquideerd binnen 1 handelsdag zonder meer dan 33% van het handelsvolume te zijn. Dit risico heeft zich in de verslagperiode niet voorgedaan binnen de beleggingsportefeuille van het Fonds.

### **4. 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. Gedurende de verslagperiode heeft het Fonds enkele dagen 'rood' gestaan tot maximaal 0,8% van het fondsvermogen. Dit risico heeft zich in de maand maart kortstondig voorgedaan binnen de beleggingsportefeuille van het Fonds door een grotere uittrekking.

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 (“Bgf”). 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 Bgf 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 Bgf, 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, 30 augustus 2019

De Directie,  
Add Value Fund Management B.V.

## **Halfjaarcijfers 2019**



## Balans per 30 juni 2019

(voor resultaatbestemming, bedragen in € 1.000)

		30 juni 2019	31 december 2018
<b>Activa</b>			
<b>Beleggingen</b>			
Aandelen	1	97.997	96.506
<b>Vorderingen</b>			
Vorderingen uit hoofde van uitgegeven aandelen	2	21	64
Overige vorderingen	3	1.251	1.167
		<b>1.272</b>	<b>1.231</b>
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	4	593	4.630
		<b>593</b>	<b>4.630</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>99.862</b>	<b>102.367</b>
<b>Passiva</b>			
<b>Eigen vermogen</b>			
Geplaatst kapitaal	5	4.754	5.724
Agioreserve	6	49.220	66.814
Algemene reserve	7	26.604	53.362
Onverdeeld resultaat	8	18.691	-23.748
		<b>99.269</b>	<b>102.151</b>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen	9	393	46
Te betalen beheervergoeding	10	142	147
Overlopende passiva	11	58	23
		<b>593</b>	<b>216</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>99.862</b>	<b>102.367</b>
<b>Intrinsieke waarde per aandeel</b>		€ 52,20	€ 44,62

## Winst- en verliesrekening 1 januari – 30 juni 2019

(bedragen in € 1.000)

		01-01-2019 / 30-06-2019	01-01-2018 / 30-06-2018
<b>Bedrijfsinkomsten</b>			
Dividendinkomsten	12	3.572	3.511
Gerealiseerde koersresultaten op beleggingen	13	4.286	1.118
Ongerealiseerde koersresultaten op beleggingen	14	11.743	-4.725
Overige bedrijfsinkomsten	15	120	120
Som der bedrijfsinkomsten		<b>19.721</b>	<b>25</b>
<b>Bedrijfslasten</b>			
Bewaarkosten	16	9	16
Kosten depositary	17	9	12
Beheerkosten	18	877	1.044
Interest		13	28
Overige bedrijfslasten	19	122	127
Som der bedrijfslasten		<b>1.030</b>	<b>1.227</b>
<b>Netto resultaat</b>		<b>18.691</b>	<b>-1.202</b>

## Kasstroomoverzicht 1 januari – 30 juni 2019

(bedragen in € 1.000)

	<b>01-01-2019 / 30-06-2019</b>	<b>01-01-2018 / 30-06-2018</b>
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Netto resultaat	18.692	-1.202
Aankopen	-964	-21.073
Verkopen	15.502	8.983
Waardeveranderingen	-16.029	3.607
Mutatie kortlopende vorderingen	-84	-218
Mutatie schulden	30	-1.190
Totaal kasstroom uit beleggingsactiviteiten	<b>17.147</b>	<b>-11.093</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Ontvangen bij (her-)plaatsing eigen aandelen	6.018	27.739
Betaald bij inkoop eigen aandelen	-24.191	-10.195
Dividenduitkeringen	-3.010	-1.721
Totaal kasstroom uit financieringsactiviteiten	<b>-21.183</b>	<b>15.823</b>
<b>Netto kasstroom</b>		
Totaal kasstroom uit beleggingsactiviteiten	17.147	-11.093
Totaal kasstroom uit financieringsactiviteiten	-21.183	15.823
	<b>-4.036</b>	<b>4.729</b>

## **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 2019 tot en met 31 december 2019. 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 koersresultaten 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.

### **Op- en afslagen**

De in de verslagperiode ontvangen op- en afslagen komen ten goede van het Fonds.

### **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 beursgenoteerde aandelen zijn gewaardeerd tegen de per balansdatum geldende beurskoers.

De uitsplitsing van de beleggingen per 30 juni 2019 is als volgt (bedragen in € 1.000):

	<u>30/6/2019</u>	<u>31/12/2018</u>
Aandelen	<u>97.997</u>	<u>96.506</u>
	<u>97.997</u>	<u>96.506</u>

De uitsplitsing van de beleggingen per 30 juni 2019 is als volgt (bedragen in € 1.000):

Stand begin verslagperiode		96.506
Aankopen	964	
Verkopen	-15.502	
Waardeveranderingen van beleggingen	<u>16.029</u>	
		<u>1.490</u>
Stand einde verslagperiode		<u><u>97.997</u></u>

De specificatie van de beleggingen in aandelen per 30 juni 2019 is als volgt (koers: bedragen in €, waarde: bedragen in € 1.000):

<b>Belegging</b>	<b>Aantal</b>	<b>Koers</b>	<b>Waarde</b>	<b>%</b>
ASM International	250.000	57,26	14.315	14,6
Hunter Douglas	226.886	61,40	13.931	14,2
Flow Traders	499.971	25,68	12.839	13,1
BE Semiconductor Industries	460.000	22,64	10.414	10,6
Nedap.	205.000	48,30	9.902	10,1
Neways Electronics International	630.000	13,15	8.285	8,5
TKH Group	150.000	54,55	8.183	8,3
Aalberts	140.000	34,57	4.840	4,9
SIF Holding	400.000	10,06	4.024	4,1
Kendrion	200.000	18,84	3.768	3,8
Brunel International	290.000	12,88	3.735	3,8
Amsterdam Commodities	170.000	18,74	3.185	3,3
Lucas Bols	40.000	14,40	576	0,7
			<u>97.997</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 € 593.376. Dit bedrag staat ter vrije beschikking van het Fonds.

**Eigen vermogen**

**5. Geplaatst kapitaal**

Het maatschappelijk kapitaal per 30 juni 2019 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 € 4.754.050 (1.901.620 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen).

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

	<b>2019 aantal</b>	<b>2019 bedragen</b>
Stand begin verslagperiode	2.289.531	5.724
Uitgegeven / geplaatst	123.444	309
Ingekocht	<u>-511.355</u>	<u>-1.279</u>
	<u>-387.911</u>	<u>-970</u>
Stand einde verslagperiode	<u>1.901.620</u>	<u>4.754</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. De uitgegeven en ingekochte aandelen worden belast met een op- of afslag van 0,50%. De opbrengsten hiervan komen ten gunste van het Fonds.

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

Stand begin verslagperiode	66.814
Gestort bij uitgifte / plaatsing	5.667
Onttrokken bij inkoop	<u>-23.261</u>
	<u>-17.594</u>
Stand einde verslagperiode	<u>49.220</u>



**7. Algemene reserve**

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

Stand begin verslagperiode	53.362
Dividenduitkering	-3.010
Onverdeeld resultaat voorgaand boekjaar	<u>-23.748</u>
	<u>-26.758</u>
Stand einde verslagperiode	<u>26.604</u>

**8. Onverdeeld resultaat**

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

Stand begin verslagperiode	-23.748
Ten laste van algemene reserve	23.748
Resultaat lopend boekjaar	<u>18.691</u>
	<u>42.439</u>
Stand einde verslagperiode	<u>18.691</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. 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

### 12. Opbrengsten uit beleggingen

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

### 13. 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):

	<b>1H2019</b>	<b>1H2018</b>
Gerealiseerde winsten uit aandelen	4.531	1.118
Gerealiseerde verliezen uit aandelen	-245	-
Totaal Gerealiseerde koersresultaten	<u>4.286</u>	<u>1.118</u>
Ongerealiseerde winsten uit aandelen	33.337	7.795
Ongerealiseerde verliezen uit aandelen	-21.564	-12.520
Totaal ongerealiseerde koersresultaten	<u>11.743</u>	<u>-4.725</u>
 Totaal Waardeveranderingen van beleggingen	 <u>16.029</u>	 <u>-3.607</u>

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

	Koersresultaat	Dividend	Koersresultaat	Dividend
	<b>1H2019</b>	<b>1H2019</b>	<b>1H2018</b>	<b>1H2018</b>
Aalberts	680	83	-124	58
Accell group	-	-	-357	35
Acomo	221	102	-111	119
ASM International	6.833	270	-3.020	280
BE Semiconductor Industries	3.203	768	-4.417	928
Brunel International	568	73	-203	44
Flow Traders	-1.050	500	7.983	192
Hunter Douglas	744	460	-2.076	435
Kendrion	-412	174	-913	154
Koninklijke Brill	259	50	-299	270
Lucas Bols	-36	-	-54	-
Nedap	1.415	512	339	512
Neways Electronics International	1.922	302	-627	175
Sif Group	-640	40	22	105
TKH Group	2.322	238	250	204
	<u>16.029</u>	<u>3.572</u>	<u>-3.607</u>	<u>3.511</u>

#### **15. Overige bedrijfsopbrengsten**

Onder deze post zijn de ontvangen op- en afslagen verantwoord ten bedrage van € 119.531 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 daarboven op 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 daarboven op 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 2019 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 2019, 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<sup>e</sup> helft 2019 € 3.000 inclusief BTW op jaarbasis.

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

	<b>1H2019</b>	<b>1H2018</b>
Marketingkosten	59	73
Kosten ENL Agent en Fund Agent	15	0
Accountantskosten	12	12
Kosten fiscaal advies	7	14
Kosten toezicht AFM en DNB alsmede noteringskosten	5	6
Bankkosten	2	2
Commissarissenvergoeding	12	12
Aansprakelijkheidsverzekering	4	4
Administratieve vergoeding	3	0
Overige kosten	3	4
	<u>122</u>	<u>127</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 2,02% (2018: 2,09%). De LKF inclusief de te betalen prestatievergoeding voor de directie bedraagt op jaarbasis 2,02% (2018: 2,09%).

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 € 100.942.322 (1e halfjaar 2018: € 122.419.677).

##### **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 0,016% 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 uittreedende 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 uittreedende beleggers. De POF voor de verslagperiode bedraagt -13,8% (1H2018: -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):

	<u>30-06-2019</u>	<u>31-12-2018</u>
H.T. Wiersma	4.074	4.074
J.F. Westerling	30.578	38.000
W.F. Burgers	17.218	17.218
B.P. Rogmans	473	412
A. Smits	1.045	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, mevrouw A. Smits, 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 uitbestede 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 vinden geen transacties plaats via moedermaatschappij Optimix Vermogensbeheer N.V.

## Resultaten

Hieronder zijn de resultaten van het Fonds opgenomen. Onderstaande cijfers hebben derhalve betrekking op de periode 1 januari 2015 tot en met 30 juni 2019.

	30-6-2019	2018	2017	2016	2015
<b>Algemeen</b>					
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.901.620	2.289.531	1.879.619	1.748.253	1.696.817
Fondsvermogen (in €, ultimo)	99.269.154	102.151.314	104.448.176	77.809.418	66.911.401
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	52,20	44,62	55,57	44,51	39,43
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	52,46	44,88	55,85	44,28	39,63
<b>Resultaten (bedragen in € 1.000)</b>					
Opbrengsten	3.692	4.346	2.753	2.568	2.583
Waardeveranderingen	16.029	-25.871	22.698	9.176	11.408
Kosten	-1.030	-2.223	-3.386	-1.691	-1.417
Totaal	<u>18.691</u>	<u>-23.748</u>	<u>22.065</u>	<u>10.053</u>	<u>12.574</u>
<b>Resultaten per aandeel (bedragen in €)<sup>1</sup></b>					
Opbrengsten	1,94	1,90	1,46	1,47	1,52
Waardeveranderingen	8,43	-11,30	12,08	5,25	6,72
Kosten	-0,54	-0,97	-1,80	-0,97	-0,83
Totaal per aandeel	<u>9,83</u>	<u>-10,37</u>	<u>11,74</u>	<u>5,75</u>	<u>7,41</u>
<b>Resultaat o.b.v. intrinsieke waarde per aandeel</b>	+20,4%	-18,3%	+26,6%	+14,9%	+22,0%

Amsterdam, 30 augustus 2019

De Directie,  
Add Value Fund Management B.V.

<sup>1</sup> 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 2019 en van het resultaat over de periode 1 januari 2019 tot en met 30 juni 2019.

**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: <a href="mailto:info@addvaluefund.nl">info@addvaluefund.nl</a> Website: <a href="http://www.addvaluefund.nl">www.addvaluefund.nl</a>
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: <a href="mailto:info@avfm.nl">info@avfm.nl</a>
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