

## MAANDBERICHT OVER JULI 2016

### Inleiding

De maand juli werd gekenmerkt door een breed herstel van aandelenkoersen, volgend op de scherpe correctie van eind juni als gevolg van de brexit. De AEX-index steeg 3,3% naar 449,83, de Amsterdam Midkap klom 3,7% naar 630,72 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 5,4% toe op 784,85.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in juli met 5,6% van € 38,86 naar € 40,87. Het totaal netto beleggingsresultaat over de eerste zeven maanden van 2016 kwam daarmee op +5,7%.

Het fondsvermogen per 1 augustus 2016 bedraagt € 69,6 miljoen, waarvan een bedrag van € 69,1 miljoen is belegd in 17 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 0,7% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 augustus 2016 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 41,07
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 40,87
Fondsvermogen	€ 69.607.332
Aantal uitstaande aandelen	1.703.251

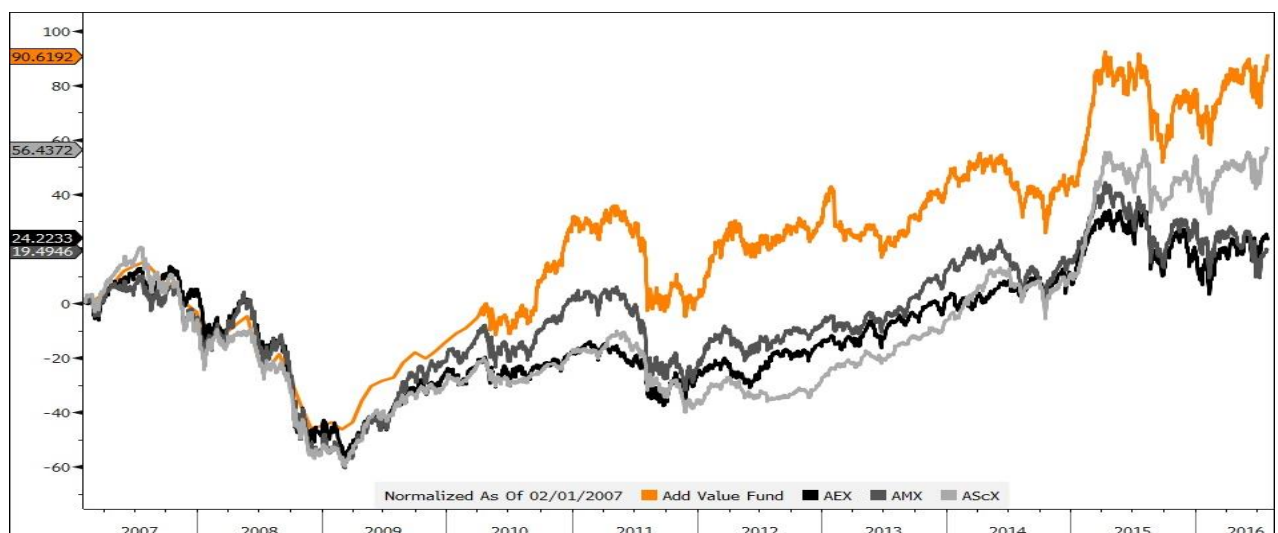
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	Cum.
<b>AVF</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-20,34</b>	<b>+27,80</b>	<b>+8,89</b>	<b>+1,99</b>	<b>+21,98</b>	<b>+5,68</b>	<b>+90,62</b>
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+4,41	+24,22
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-8,27	+19,50
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+1,40	+56,44

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 29/07/2016

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/07/2016)

Peildatum: 29/07/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+22,5	+42,6	+1,0	+8,6
2.	Accell Group	+16,5	+23,9	+25,6	+25,0
3.	Hunter Douglas	+14,6	+20,8	+1,6	+4,9
4.	Aalberts Industries	+3,9	+2,1	-0,8	+9,8
5.	Brunel International	+2,7	+18,6	-6,8	+11,0
6.	Lucas Bols	-0,6	-12,4	-3,4	+5,1
7.	Acomo	-2,8	+1,1	-3,2	+3,9
8.	Koninklijke Vopak	-3,4	+14,8	-3,1	+2,4
9.	Koninklijke Brill	-3,4	+19,9	+2,2	+14,7
10.	Neways Electronics Int.	-9,8	+6,0	+9,1	+4,3
11.	Kendrion	-11,6	+10,9	+12,3	+3,6
12.	Nedap	-14,1	-2,6	-4,4	+1,6
13.	ASM International	-14,9	-4,8	-2,1	+0,1
14.	Flow Traders	-15,4	-32,0	-8,6	+2,4
15.	TKH Group	-16,5	-4,7	-5,4	+7,4
16.	Randstad Holding	-38,3	-23,2	-18,0	+6,4
17.	Sif Group	-.-	-.-	-.-	-4,3

- In juli realiseerden 16 van de 17 participaties (= 94%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 5 van de 16 (exclusief Sif Group) participaties (= 31%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerde **Accell Group** bovengemiddeld in de portefeuille. De onderneming komt meer en meer op de radar van grotere beleggers en de halfjaarcijfers toonden wederom een stevige groei in de afzet van hoog renderende e-bikes;
- De beurskoers van nieuwkomer **Sif Group** bleef achter in juli. Wel was de koersdaling beperkt en bleef de waardering boven de IPO-koers van € 14,- van 12 mei jl.

Mutaties in de portefeuille

In juli hebben wij de positie in **Sif Group** licht uitgebreid. Het belang in **Flow Traders** werd in bescheiden mate teruggebracht.

Bedrijfsnieuws

**ASM International**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde de cijfers over het tweede kwartaal 2016. De omzet daalde met 3% in vergelijking met het eerste kwartaal 2016 van € 142,4 miljoen naar € 138,7 miljoen, terwijl de EBIT daalde van € 18,8 miljoen naar € 16,7 miljoen (-11%). In vergelijking met het sterke tweede kwartaal 2015 nam de omzet met 31% af (H1 2015: € 201,0 miljoen) en zakte het bedrijfsresultaat met ruim 63% (H1 2015: € 45,4 miljoen). De orderingang lag met € 159,1 miljoen (Q1 2016: € 163,8 miljoen) aan de bovenkant van de eerder geïndiceerde bandbreedte. De gerealiseerde brutomarge van 43,8% bleef nagenoeg gelijk aan die van Q1 2016 (43,9%), maar lag onder die van Q1 2015 (45,1%). Het netto resultaat ontwikkelde zich voorspoedig in Q2 2016. Er was een positief financieringsresultaat van € 8 miljoen uit valutatransacties tegen een negatief effect van € 11 miljoen in Q1 2016. Bovendien was er een hogere bijdrage van het 39,7% belang in ASM PT (back-end activiteiten) van circa € 10 miljoen ten opzichte van Q1 2016. De nettowinst in Q2 2016 kwam uit op € 42,3 miljoen (Q1 2016: € 12,2 miljoen, Q1 2015: € 48,6 miljoen). Voor Q3 2016 verwacht ASMI een omzet tussen € 135 en 150 miljoen en een orderingang tussen € 100 en 130 miljoen. De tegenvaller in het tweede kwartaalbericht lag echter in het neerwaarts bijgestelde verwachtingspatroon voor de omzet in H2 2016. Bij publicatie van de eerste kwartaalcijfers sprak het management nog

van een 'aanzienlijke' omzettoename voor deze periode, welke kwalificatie nu werd teruggebracht tot slechts 'hoger dan H1 2016'. Dit is het gevolg van uitstel in de markten van Memory/DRAM en de technologische transitie van NAND naar 3D NAND, terwijl de vooruitzichten voor de segmenten Logic/Foundry onveranderd goed zijn. CEO Chuck del Prado stelde in een toelichting op de bijgestelde prognose te verwachten dat Memory/DRAM en 3D NAND sterk zullen herstellen in 2017 en dat ASMI derhalve onverkort vasthoudt aan haar eerder uitgesproken lange termijn verwachting van een verdubbeling van de (voor ASMI relevante) single wafer ALD equipment market in de periode 2015 – 2018/19 naar US\$ 1,5 miljard. Niettemin impliceert de nieuwe omzetindicatie van het management een scherpe neerwaartse bijstelling van de marktconsensus. Deze lagen met een gemiddelde omzetprognose van € 668 miljoen en een EBIT van € 111 miljoen voor geheel 2016, circa 25 tot 30% te hoog. Het is daarom niet verwonderlijk dat de beurskoers van ASM International in twee handelsdagen bijna 15% verloor. Omdat het (middel)lange termijnperspectief naar onze mening niet is gewijzigd, handhaven wij de positie in ASMI in de bovenste regionen van de portefeuille. De financiële positie van de onderneming is onveranderd sterk met een netto kaspositie van bijna 20% van de huidige beurswaarde en het lopende aandeleninkoopprogramma biedt nog ruimte voor de terugkoop van circa € 25 miljoen eigen aandelen, zodat wij menen dat het neerwaartse koersrisico vanaf de nu bereikte niveaus als beperkt kan worden aangemerkt. Daarnaast verwachten wij dat ASMI tijdens de Q3 cijfers in oktober dit jaar voor de derde keer op rij een nieuw aandeleninkoopprogramma zal gaan aankondigen van wederom € 100 miljoen, ofwel circa 5% van de uitstaande aandelen.

Technologiebedrijf **Nedap** rapporteerde solide cijfers over het eerste halfjaar 2016. De opbrengsten stegen over deze periode met 6% naar € 92,0 miljoen (H1 2015: € 86,5 miljoen). Exclusief de marktgroep Energy Systems, waarvan de activiteiten dit jaar volgens plan worden afgebouwd, bedroeg de opbrengstengroei zelfs 8%. De bedrijfswinst exclusief eenmalige posten steeg met 22% naar € 7,3 miljoen (H1 2015: € 6,0 miljoen). De gang van zaken bij de marktgroepen was over het algemeen zeer bevredigend. Slechts de opbrengsten van *Livestock Management* (automatisering van veehouderijprocessen op basis van individuele dieridentificatie) lagen, zoals verwacht, onder het niveau van 2015. De opbrengsten in de varkenshouderij lieten een fraaie groei zien, maar konden de door de lage melkprijzen gedaalde opbrengsten in de melkveehouderij niet volledig compenseren. Bij de marktgroep *Security Management* (systemen voor toegangsbeheer en beveiliging) lagen de opbrengsten boven het niveau van de afgelopen jaren. In verschillende Europese landen zijn grote opdrachten gewonnen die een goede basis voor toekomstige groei bieden. De marktgroep *Retail* (beveiligings-, beheers- en informatiesystemen voor de detailhandel) zag de opbrengsten in de eerste helft van 2016 eveneens groeien. Het marktaandeel in Loss Prevention bij grote internationale retailers is verder gestegen. De opbrengsten in Noord-Amerika dragen door lange verkooptrajecten nog slechts beperkt bij aan de groei van de marktgroep. In het Verenigd Koninkrijk is een grote toonaangevende opdracht gewonnen door Stock Management. Hierbij nemen de nieuwe softwarediensten een groot deel van het orderbedrag voor hun rekening. De marktgroep *Healthcare* (automatisering van administratieve werkzaamheden van zorgprofessionals) maakte in 2016 een zeer goede start. Een groot aantal klanten in de ouderenzorg koos er in het afgelopen jaar voor om per 2016 met de oplossingen van Nedap te gaan werken. Dit leidde tot een stevige groei van de opbrengsten. De opbrengsten van de marktgroep *Light Controls* (vermogenselektronica en besturingssystemen voor de verlichtingsindustrie) stegen in het eerste halfjaar ten opzichte van dezelfde periode in 2015, onder meer door een grote opdracht in Noord-Amerika. Ook de kleinere marktgroepen *Identification Systems* en *Library Solutions* boekten hogere opbrengsten in H1 2016, evenals dochterbedrijf Nsecure (innovatieve dienstverlening op het gebied van beveiligingsoplossingen). De proposities PEP Flex (urenregistratie), PEP Grid (roostering) en PEP Staff (personeelsadministratie) voor de uitzendmarkt ontwikkelden zich ook positief in H1 2016 en bieden de komende jaren goede mogelijkheden voor opbrengstengroei. Daarom is besloten om deze activiteiten met ingang van 1 juli 2016 los te maken van de marktgroep Healthcare en voort te zetten als zelfstandige marktgroep *Staffing Solutions*. De herinrichting van de *supply chain* van Nedap verloopt volgens plan. Er zijn raamovereenkomsten gesloten met vijf strategische leveranciers die voor Nedap gaan produceren in Centraal Europa en Nederland. Na de uitbesteding verzorgen gespecialiseerde bedrijven met vestigingen in Nederland de logistiek. In de loop van 2016 worden de eerste producten extern geproduceerd. Het grootste volume wordt in 2017 bij de strategische leveranciers ondergebracht. Naar verwachting is de uitbesteding eind 2017 afgerond. Na uitbesteding daalt de kostprijs van de producten gemiddeld met ongeveer 10%. Op basis van de huidige samenstelling en het

volume van de opbrengsten resulteert deze daling in een structurele jaarlijkse kostenbesparing van minimaal € 4 miljoen. Het balanstotaal van Nedap daalt structureel met minimaal € 10 miljoen door desinvesteringen in materiële vaste activa en afbouw van voorraden. Het netto werkkapitaal wordt door de uitbesteding verder positief beïnvloed door de met de strategische leveranciers overeengekomen betalingsvoorwaarden. In de eerste helft van 2016 zorgde de uitbesteding voor eenmalige operationele kosten van € 0,4 miljoen. Ook in H2 2016 en H1 2017 zullen nog eenmalige operationele kosten op het resultaat drukken. De directie is positief gestemd over de ontwikkelingen in de afgelopen maanden en verwacht – *onvoorziene omstandigheden voorbehouden* – dat de opbrengsten in de tweede helft van 2016 zullen groeien ten opzichte van 2015. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 2,00 exclusief buitengewone resultaten (2015: € 1,88). Vanaf 2017 zal het effect van de gestroomlijnde organisatiestructuur gaan doorwerken in een versnelling van de winstgroei. Tegen de huidige beurskoers van € 29,60 wordt thans 14,8x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement bedraagt, bij een veronderstelde payout ratio van 75%, momenteel 5,1%.

**BESI**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde zeer sterke cijfers over het tweede kwartaal 2016. De omzet steeg met 38% ten opzichte van Q1 2016 naar € 109,0 miljoen (Q1 2016: € 79,0 miljoen) en met 4,5% in vergelijking met Q2 2015 (€ 104,3 miljoen). Deze sterke stijging was het gevolg van een toegenomen vraag van Aziatische subcontractors, een aanhoudend goede vraag naar automotieve toepassingen en een toegenomen marktaandeel in mainstream elektronica toepassingen. De beter dan verwachte resultaten waren mede toe te schrijven aan de vervroegde uitlevering van machines aan Aziatische klanten die aanvankelijk voor het derde kwartaal waren gepland. De orderingang bedroeg € 100,5 miljoen, een daling van 3,3% ten opzichte van Q1 2016, maar een stijging van 9,4% in vergelijking met Q2 2015. De brutomarge bereikte een hoog niveau van 50,9% (Q1 2016: 49,2%, Q2 2015: 47,9%) door een verbeterde marktpositie en een hogere arbeidskostenefficiency. Over de eerste zes maanden van 2016 voerde BESI de nettowinst op met 7,8% van € 29,5 miljoen naar € 31,8 miljoen. Deze winststijging werd ingegeven door een voortdurende verbetering van de materiaal- en arbeidskostenefficiency, alsmede lagere Europese overheadkosten door transfer van managementtaken naar Azië. Momenteel beschouwt BESI als haar voornaamste strategische prioriteiten de uitbreiding van de die bonding engineering capaciteit in Singapore, de verdere uitbreiding van de Chinese productiecapaciteit, de verdere versterking van de Aziatische *supply chain*, alsmede de implementatie van gemeenschappelijke platform designs. Door deze initiatieven door te voeren in het verdienmodel ziet bestuursvoorzitter Richard Blickman voldoende ruimte voor een verdere versterking van de toekomstige winstgevendheid. Met een huidige netto kaspositie van € 110,7 miljoen, 21,1% hoger dan Q2 2015 (€ 91,4 miljoen), staat BESI zeer goed gesteld om deze doelstelling te gaan realiseren. Door de gebruikelijke seizoensinvloeden zal de omzet in het derde kwartaal 2016 naar verwachting 15 tot 20% lager uitkomen dan in Q2 2016, maar omzet en bedrijfsresultaat zullen wel boven die van Q3 2015 uitkomen. Voor 2016 hanteren wij vooralsnog onveranderd een winst per aandeel van € 1,40 (2015: € 1,27) waarbij een contant dividend van € 1,25 (2015: € 1,20) kan worden uitgekeerd. In het kader van de SBB (*share buyback*) programma van september 2015 zijn inmiddels 722.831 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 20,44. Dit komt overeen met circa 2% van het aantal uitstaande aandelen BESI. Onder het lopende programma zal BESI maximaal 1 miljoen aandelen terugkopen, zodat er nog een ruimte van bijna 280.000 terug te kopen aandelen is. Tegen de huidige beurskoers van € 26,- wordt 18,6x de getaxeerde winst voor de aandelen BESI betaald en bedraagt het dividendrendement 4,8%.

Industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** rapporteerde nette cijfers over het eerste halfjaar 2016. De omzet steeg met 2,5% van € 1.244 miljoen naar € 1.274 miljoen, waarvan 1,2% autonome groei betrof. De EBITA klom met 12% van € 134,7 miljoen naar € 150,4 miljoen, waaruit een verbeterde EBITA-marge van 11,8% volgt (H1 2015: 10,8%). Zowel de nettowinst als de winst per aandeel steeg met 15% naar respectievelijk € 104,9 miljoen (H1 2015: € 91,5 miljoen) en € 0,95 (H1 2015: € 0,83). De operationele cashflow steeg met 97% van € 47,4 miljoen naar € 93,2 miljoen. In de verschillende marktsegmenten rapporteerde Aalberts over het algemeen een gunstige voortgang. Met name in *Building Installations* werd in Europa organische groei gemeld met goede resultaten. In Noord-Amerika was Aalberts succesvol in de vastgoedmarkten, maar was er een uitdagende markt in Industrial Installations. In *Climate Control* was sprake van een stevige groei van omzet en resultaat. De verdere integratie van Flamco, overgenomen in 2014, verliep volgens

plan. *Industrial Controls* presteerde wisselend. Er werd uitstekend gepresteerd in de Automotive en Industrial eindmarkten, terwijl de activiteiten in de Olie & Gas eindmarkt moeizaam waren. In *Industrial Services* werd goed gepresteerd, zij het dat de warmte- en oppervlaktebehandelingsactiviteiten in Europa een trage start van het jaar kenden door een groeivertraging in de machinebouwindustrie en in de overige industriële eindmarkten. Het in 2014 overgenomen Impreglon leverde zoals verwacht een hogere winstbijdrage dan een jaar eerder. Aalberts deed een drietal acquisities in H1 2016, te weten Tri-Went in Building Installations, Schroeder in Industrial Controls en Ushers in Industrial Services. Tezamen voegden deze overnames circa € 15 miljoen, ofwel 1,3% aan de halfjaaronzet toe. Traditioneel onthoudt het management zich van een concrete omzet- en winstprognose voor het gehele jaar. Men volstaat met het statement dat wordt voortgegaan met het nauwgezet uitvoeren van de strategie en dat verdere vooruitgang wordt verwacht in de tweede helft van het jaar. Al met al ligt Aalberts Industries goed op koers om onze taxatie van de winst per aandeel van € 1,95 (2015: € 1,72) voor geheel 2016 te realiseren. Tegen de huidige beurskoers van € 29,- wordt 14,9x de verwachte winst 2016 voor de aandelen Aalberts Industries betaald en komt het dividendrendement op 2,0% uitgaande van een stabiele 30% pay-out ratio.

Soft commodities-handelshuis **Acomo** rapporteerde stabiele cijfers over het eerste halfjaar 2016. De omzet steeg met 3% van € 331,7 miljoen naar € 341,8 miljoen, terwijl de EBITDA met 2% toenam van € 27,7 miljoen naar € 28,2 miljoen. De winst per aandeel daalde met 1% van € 0,723 naar € 0,718, deels vanwege een licht hogere belastingdruk en deels vanwege het ontbreken van eenmalige baten die in H1 2015 wel konden worden opgevoerd. Het interim dividend bleef gehandhaafd op € 0,40 per aandeel. De resultaten in het segment Specerijen en Noten waren zeer sterk. De omzet steeg met 5% naar € 167,1 miljoen (H1 2015: € 159,2 miljoen), terwijl de EBITDA met bijna 11% toenam van € 12,4 miljoen naar € 13,7 miljoen. Dochter Catz International in Rotterdam leverde onveranderd de belangrijkste bijdrage aan de groepswinst en behaalde het beste resultaat uit haar 160 jaar lange historie door goed in te spelen op kansen in de markt. Peper, geraspte kokos en noten vertoonden behoorlijke prijsbewegingen waardoor de teams van Catz International hun kennis en kunde opnieuw konden bewijzen. De distributie- en mengactiviteiten van voedingsingrediënten leverden een zeer sterk resultaat in de eerste zes maanden. Bij een 1,3% gestegen omzet van € 10,9 miljoen (H1 2015: € 10,75 miljoen), kwam de EBITDA ruim 48% hoger uit op € 1,8 miljoen (H1 2015: € 1,25 miljoen). Red River Commodities in Fargo (USA), actief in de inkoop, verwerking en distributie van eetbare zaden (voornamelijk zonnebloemzaden), werd geconfronteerd met een zeer milde winter en als gevolg hiervan, met dalende verkopen in vogelzaadproducten. Ondanks de lagere volumes was Red River Commodities in staat de brutowinst op deze producten te handhaven. De blijvend sterke US\$ had een negatief effect op de export, maar ook hier bleef de brutowinst gelijk. De lagere verkopen van snackproducten werden gecompenseerd door een uitstekend resultaat van SunButter met een omzet- en margegroei van meer dan 15%. Het gehele segment Eetbare zaden zag de omzet met 5% afnemen van € 101,6 miljoen naar € 96,6 miljoen, maar wist de teruggang van de EBITDA beperkt te houden tot 2,3%, te weten € 10,4 miljoen versus € 10,6 miljoen in H1 2015. Theehandel Van Rees Group in Rotterdam behaalde een bevredigend, maar lager, resultaat gegeven de moeilijke en soms verrassende marktomstandigheden, onder meer door oogsten die door El Niño werden beïnvloed. Ondanks dat Van Rees Group goed presteerde onder deze marktcondities, werden de resultaten negatief beïnvloed door een aantal ingenomen posities, hetgeen resulteerde in een 30% lagere nettowinst van € 1,5 miljoen (H1 2015: € 2,2 miljoen). Traditioneel geeft het management geen prognose van de nettowinst voor het gehele jaar gezien de vele onzekerheden op haar werkerrein. Wij handhaven onze winsttaxatie 2016 op € 1,45 (2015: € 1,35), waarmee de aandelen Acomo bij de huidige beurskoers van € 22,40 tegen 15,4x de getaxeerde winst worden verhandeld. Een licht hoger slotdividend zou de totale jaaruitkering op € 1,08 per aandeel brengen (2015: € 1,00), waarmee het dividendrendement op een solide 4,8% komt.

Fietsproducent **Accell Group** heeft in het eerste halfjaar 2016 een stijging van de omzet gerealiseerd van 10% tot € 629,7 miljoen (H1 2015: € 573,8 miljoen). De omzetstijging was geheel autonoom. De nettowinst steeg met 7% van € 31,9 miljoen naar € 34,0 miljoen. De marktomstandigheden voor de fietsvakhandel waren in het eerste halfjaar niet makkelijk, waarbij met name de weersomstandigheden de aankoop van fietsen in veel landen parten speelden. Tegen deze achtergrond heeft Accell in het eerste halfjaar van 2016 een sterke autonome omzetontwikkeling laten zien, die met name wordt gedreven door hogere verkopen van elektrische fietsen. Accell profiteert nadrukkelijk van haar leidende

positie op het gebied van elektrische fietsen die inmiddels goed zijn voor 43% van de totale omzet. Met een sterke groei van de verkoop van elektrische fietsen heeft Accell de invloed van de slechte weersomstandigheden van de laatste maanden weten op te vangen. De omzet van elektrische fietsen steeg met 39%, voornamelijk door sterke groei bij de Duitse merken. De omzet van traditionele fietsen daalde met 15% en de omzet van sportieve fietsen bleef stabiel. De aankoop van een e-bike vindt steeds meer plaats ter vervanging van een traditionele of sportieve fiets. Dientengevolge stijgt de gemiddelde verkoopprijs per fiets spectaculair: +23% van € 439,- in de eerste helft van 2015 naar € 541,- twaalf maanden later. Dat het segmentresultaat met slechts 7% steeg van € 46,3 miljoen naar € 49,6 miljoen was te wijten aan lagere marges op de verkopen van oudere fietscollecties en extra kosten als gevolg van twee grote faillissementen van multisportketens in Noord-Amerika. De omzet in het segment fietsonderdelen en –accessoires was met € 139,4 miljoen iets lager dan vorig jaar (eerste helft 2015: € 141,1 miljoen). Gecorrigeerd voor de verkoop van fietsonderdelen en –accessoires in Noord-Amerika was er evenwel sprake van een autonome stijging van circa 10%. Het segmentresultaat nam af naar € 8,4 miljoen (eerste helft 2015: € 10,3 miljoen). Deze activiteiten zijn complementair aan de fietsverkopen; met name de fietsonderdelen en -accessoiresactiviteiten in Accell's belangrijkste markten, Nederland en Duitsland, zijn van voldoende kritische omvang. Voor het groepsresultaat zijn de vorig jaar ingezette ingrijpende wijzigingen op het gebied van *supply chain* management belangrijker. De groepsorganisatie is inmiddels versterkt en er is een aanvang gemaakt met de veranderingen in de aansturing van inkoop en planning. De invloed van deze organisatiewijziging op velerlei *supply chain* aspecten, waaronder reductie van het werkkapitaal, is al duidelijk merkbaar. Hierdoor kon de vrije kasstroom in de eerste zes maanden van 2016 met € 40 miljoen verbeteren in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar. Het management verwacht voor de tweede helft van het lopende boekjaar een toename van omzet en resultaat ten opzichte van dezelfde periode van 2015, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Deze prognose lijkt eenvoudig te realiseren, omdat vorig jaar de fraudezaak in Taiwan het nettoresultaat met € 4 miljoen nadelig beïnvloedde. Wij handhaven voorlopig onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 1,55 (2015: € 1,29) en rekenen met een keuzedividend van € 0,77 bij een 50% pay-out ratio. Tegen de huidige beurskoers van € 23,30 wordt 15x de getaxeerde winst voor de aandelen Accell Group betaald en bedraagt het dividendrendement 3,3%.

Avandis, een van Europa's modernste producenten van alcoholische en non-alcoholische dranken, gevestigd in Zoetermeer, heeft samen met zijn joint venture partners **Lucas Bols**, De Kuyper Royal Distillers en Herman Jansen, overeenstemming bereikt met de curator over de overname van de activiteiten van Distilleerderij Cooymans en de wijnactiviteiten van Delcave/NCK te Oosterhout, beide onderdeel van de Dirkwager Groep. De activiteiten die worden overgenomen betreffen de distilleerderij en de bottelarij activiteiten voor gedistilleerde dranken, waaronder de bekende jenevermerken Floryn, bekend van de slogan "ha fijn, ha fijn, een borrel van Floryn!" en Legner, ginmerk Leyden Gin, Cooymans advocaat en cream likeurmerken Koffiekaatje, Millwood en Surfers. Ook de wijnbottelarij van Delcave/NCK maakt onderdeel uit van de over te nemen activiteiten. Daarnaast wordt geproduceerd en gebotteld voor een aantal derden-partijen zowel bij Cooymans in Tilburg als bij Delcave/NCK in Oosterhout. De productie en bottelactiviteiten voor gedistilleerde dranken en derden-partijen worden onderdeel van Avandis. Met deze activiteiten verstevigt Avandis haar sterke positie in dit segment van de markt. De overige activiteiten worden door de drie joint venture partners van Avandis overgenomen. Lucas Bols wordt eigenaar van de jenevermerken, alsook van het ginmerk. Hiermee kan Lucas Bols haar marktleidende positie in het jeneversegment verder versterken. Wij gaan uit van een marginaal positief effect op de winst per aandeel 2016/17. Tegen de huidige beurskoers van € 16,80 wordt 18,7x de getaxeerde winst voor de aandelen Lucas Bols betaald en bedraagt het dividendrendement 3,2%.

Uitzendgroep **Randstad Holding** rapporteerde tevredenstellende cijfers over het tweede kwartaal 2016. De omzet kwam uit op € 5.108 miljoen bij een autonome groei van 3,1%. De *topline* groei in Europa bedroeg 4%, was stabiel in Noord-Amerika en bedroeg eveneens 4% in de rest van de wereld. Het onderliggende bedrijfsresultaat (EBITA) nam met 10% toe tot € 240 miljoen. de nettowinst steeg met 12% naar € 170,9 miljoen, waarbij het rendement op geïnvesteerd vermogen (ROIC) op 17,9% uitkwam (Q2 2015: 15,1%). Volgens CEO Jacques van den Broek zetten de omzettrends van Q2 2016 zich door in de maand juli. Daarnaast heeft Randstad zich danig geroerd op de M&A-markt. In de eerste zes maanden van 2016 deed Randstad drie overnames. Door de acquisitie van Obiettivo Lavoro verwierf Randstad de nummer 2-positie op de Italiaanse uitzendmarkt. Met de overname van de Careo Group verdubbelde

Randstad haar positie in het Professionals-segment in Tokyo en met de acquisitie van twago, een digitaal platform, versterkte Randstad haar positie op de freelance markt. Tegen de huidige beurskoers van € 38,30 wordt 10,9x de getaxeerde winst per aandeel 2016 van € 3,50 voor de aandelen Randstad Holding betaald. Het dividendrendement bedraagt 4,6%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 1 augustus 2016 betreffen:

<b>Onderneming</b>	<b>Percentage <sup>1</sup></b>
Hunter Douglas	12,8%
TKH Group	9,6%
ASM International	9,5%
Nedap	9,2%
BE Semiconductor Industries	9,0%
Kendrion	8,6%
Brunel International	7,6%
Aalberts Industries	6,2%
Acomo	5,9%
Flow Traders	4,9%
Overige 7 participaties	16,0%
Liquiditeiten en overige	0,7%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

De tot op heden gepresenteerde halfjaarcijfers van onze deelnemingen geven een solide fundament voor verdere winstgroei in de resterende maanden van het jaar. Slechts ASM International kwam met een tegenvallende prognose voor de tweede jaarhelft. Wij menen echter dat het beleggingsperspectief voor ASMI op middellange termijn als onveranderd attractief kan worden bestempeld. Tijdelijke uitstel van orders betekent immers nog geen afstel.

De portefeuille van Add Value Fund combineert een op winstgroei en waardecreatie gerichte selectie van internationaal vooraanstaande kwaliteitsondernemingen – veelal Europees of wereldmarktleider in structurele groei- en/of nichemarkten – met een aantrekkelijk en duurzaam dividend. Wij menen dat dit segment van de markt goed in staat is om ook in een meer uitdagende macro economische en politieke marktomgeving uitstekend te presteren.

Voor 2016 gaan wij uit van een voortzetting van de autonome omzet- en winstgroei bij onze participaties. Daarnaast zijn er volop mogelijkheden om via acquisities deze groei te versterken. Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2016 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 13,8 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,2%.

Tegen de huidige aantrekkelijke beurswaarderingen, ultralage rente en overvloed aan liquiditeiten bij zowel strategische als financiële partijen sluiten wij evenwel een overname van een van onze of meerdere participaties dit jaar niet uit.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 3 augustus 2016

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