

MAANDBERICHT OVER JUNI 2017

Inleiding

In juni verloor de Nederlandse aandelenmarkt licht terrein vanaf de topniveaus van eind mei. De AEX-Index daalde 3,1% naar 507,14, de Amsterdam Midkap Index zakte 0,3% naar 793,70 en de Amsterdam SmallCap Index leverde 0,4% in op 988,21.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juni 1,7% van € 53,87 naar € 52,98. Over de eerste zes maanden van het jaar werd een totaal beleggingsresultaat na kosten behaald van +20,8%. Het fondsvermogen per 3 juli 2017 bedroeg € 101,2 miljoen, waarvan een bedrag van € 100,4 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 0,9% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 juli 2017 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 52,71
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 52,98
Fondsvermogen	€ 101.256.452
Aantal uitstaande aandelen	1.911.297

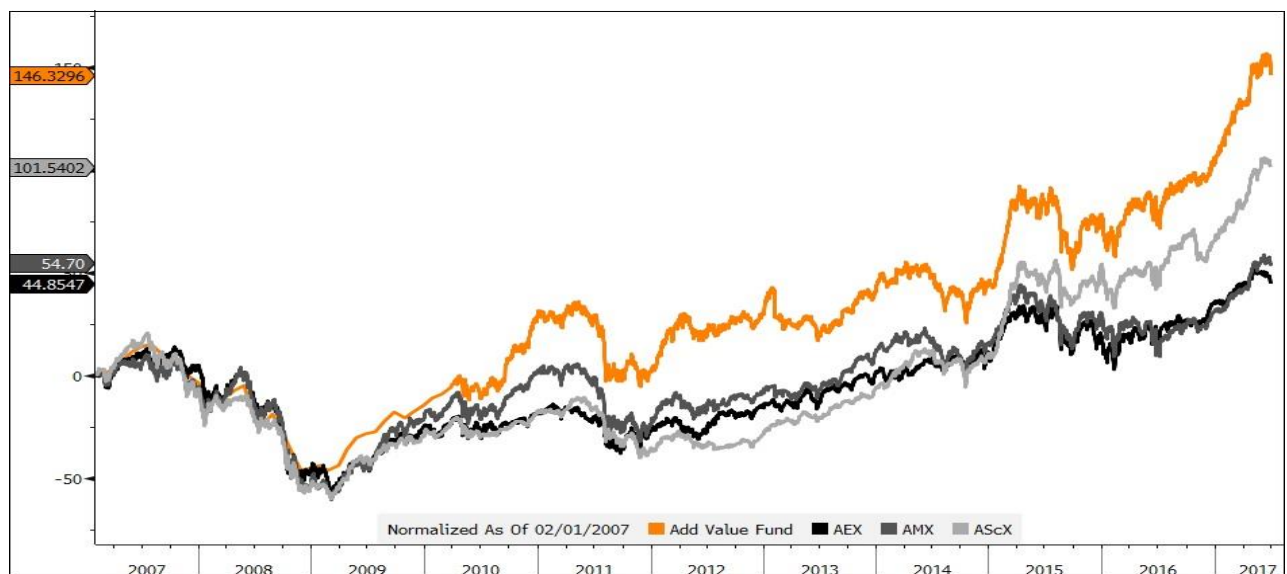
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+14,91	+20,83	+146,33
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+13,56	+7,17	+44,85
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	+0,81	+17,82	+54,70
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+7,47	+21,53	+101,54

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/6/2017

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/6/2017)

Peildatum: 30/6/2017

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+91,1	+47,8	+22,3	-1,8
2.	Neways Electronics Int.	+76,9	+40,1	+14,8	+3,1
3.	Hunter Douglas	+75,0	+39,5	+18,3	-6,6
4.	TKH Group	+60,0	+29,4	+20,9	+8,9
5.	Accell Group	+54,3	+30,9	+11,8	-3,9
6.	Kendrion	+54,2	+33,8	+19,5	+3,2
7.	ASM International	+46,3	+19,6	-3,1	-7,6
8.	Koninklijke Brill	+44,6	+19,9	+5,6	-2,1
9.	Nedap	+35,9	+16,8	+0,2	-1,5
10.	Acomo	+29,5	+36,3	+21,2	+7,9
11.	Aalberts Industries	+28,9	+13,1	-0,4	-3,2
12.	Lucas Bols	+28,3	+19,0	+20,0	+6,3
13.	Sif Group	+25,3	+21,4	-8,0	+1,6
14.	Koninklijke Vopak	-9,6	-9,5	-0,7	+0,7
15.	Flow Traders	-22,0	-26,2	-18,2	-7,8
16.	Brunel International	-25,8	-20,4	-19,7	-10,7

- 1) In juni realiseerden 7 van de 16 participaties (= 44%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 16 participaties (= 81%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerden **TKH Group** en **Acomo** bovengemiddeld in de portefeuille. De outperformance van TKH Group was het gevolg van een tweetal koopaanbevelingen van brokers. De koersappreciatie van Acomo kan worden gezien als een inhaalbeweging na een wat mindere performance in de voorgaande maanden;
- 3) **Brunel International** en **Flow Traders** waren wederom *underperformers* in de portefeuille. De beurskoers van Brunel lag onder druk door de dalende olieprijs. De lage volatiliteit op de beurzen zorgde voor aanhoudende koersdruk bij Flow Traders.

Mutaties in de portefeuille

In juni hebben wij de belangen in **ASM International**, **Flow Traders** en **Neways Electronics** uitgebreid. Daarentegen verkleinden wij de posities in **Acomo**, **BESI**, **Hunter Douglas** en **TKH Group**.

Bedrijfsnieuws

ETP-liquiditeitsverschaffer **Flow Traders** organiseerde voor het eerst sinds de beursgang van juli 2015 een analistendag. Ofschoon wij niet als analisten werden aangemerkt door de onderneming en daarom niet aanwezig konden zijn bij de bijeenkomst, gaf de beschikbaar gestelde presentatie een duidelijk inzicht in de strategie van de ambitieuze Liquidity Provider. De volgende kernpunten kunnen als relevant worden beschouwd bij de beoordeling van de waardebepaling van het aandeel Flow Traders:

- Volgens het management van Flow Traders (FT) is er de laatste twee jaar sprake geweest van een verschuiving van de marktdynamiek. Weliswaar is het wereldwijd in Exchange Traded Products (ETP's) belegde vermogen sterk gegroeid, de groei van het verhandelde aantal ETP's is daarbij achtergebleven. Dit is van invloed geweest op het Net Trading Income (NTI) van FT. Waar het NTI van FT tot twee jaar geleden sterker groeide dan de toename van het wereldwijd belegde vermogen in ETPs, was dit in 2015 en 2016 niet meer het geval. Als oorzaak werd de verminderde transactiebereidheid van beleggers genoemd. Het

management stelt dat (een belegging in het aandeel) FT het best kan worden beoordeeld door het (verwachte) verloop van de groei van de NTI te analyseren, in plaats van de nadruk te leggen op de groei van de totale ETP-markt.

- Overigens zijn de groeiders voor FT onveranderd sterk: de combinatie van een verdere technologische ontwikkeling en groeiende bereidheid van beleggers om via ETP's te beleggen, draagt bij aan de onstuitbare groei van wat FT de 'elektronificatie' van financiële markten noemt.
- In haar 'Visie 2021' begrenst het management de jaarlijkse kostentoeename op maximaal 15%, waarbij de bestaande dividendpolitiek blijft gehandhaafd, hetgeen betekent dat tenminste 50% van de nettowinst zal worden uitgekeerd als contant dividend.
- FT profileert zich nadrukkelijk als een technologie-gedreven onderneming. Niet alleen bevordert een superieure technologie de performancekansen van de onderneming, het vormt evenzeer de basis om ook naar aanpalende asset-categorieën uit te breiden. In dit kader werd de komende start in de FX-markt (foreign exchange) – de wereldmarkt van valuta-arbitrage – vermeld. Ter illustratie: FT investeerde in 2016 44% van de vaste kosten, ofwel € 34,8 miljoen, in technologie-gerelateerde kosten – 2015: 41%/€ 27,5 miljoen.
- FT benadrukte dat de structuur van de operationele kosten mee-ademt met de volatiliteit van de markt. In concrete zin betekent dit dat 36% van de operationele winst beschikbaar is voor de variabele kostencomponent. Bij de bepaling van de vaste kostencomponent is een zorgvuldige afweging van de verschillende investeringsopties cruciaal. In dit kader legt FT zich toe op een groei van het aantal medewerkers alsmede op voornoemd investeringsprogramma in technologie. IT-kosten worden direct afgeschreven ten laste van het resultaat en dus niet gekapitaliseerd.
- Momenteel bevindt de financiële wereld zich in de laagste volatiliteit ('Vola') van de afgelopen 30 jaar. Volatiliteit in financiële markten is een onregelmatig terugkerend fenomeen. Niettemin onderkent het FT-management marktcycli, waarbij periodes van heftige en snelle koersfluctuaties ('hoge vola') worden afgewisseld met periodes van beperkte en trage koerswijzigingen ('lage vola'). FT compenseert het termijneffect van de lagere inkomsten in de huidige cyclus van lage volatiliteit – en lagere transactiebereidheid bij beleggers - door verder te investeren in de (globale) schaal van de onderneming. Terwijl het totale beheerde ETP-vermogen onverminderd stijgt, groeit hierdoor het marktaandeel van FT. Zodra de marktcyclus in de toekomst verschuift naar de status van hoge vola, zal FT via de intussen verkregen hefboom versterkt profiteren van de dan geldende marktomstandigheden.
- Vanaf boekjaar 2018 lijkt FT te gaan profiteren van MiFID II, de nieuwe internationale gedragslijn voor institutionele beleggers die onder andere een grotere transparantie inzake het uitvoeren van beleggingstransacties impliceert. Daarnaast zal vanaf volgend jaar een nieuw kantoor in Hong Kong operationeel zijn, terwijl FT dan tevens officieel als market maker in Azië kan gaan opereren.

Vorige maand rapporteerde FT zoals verwacht matige cijfers over het eerste kwartaal 2017. De extreem lage volatiliteit op de financiële markten zorgde voor uitdagende handelsomstandigheden. De Net Trading Income (NTI) bedroeg € 48,3 miljoen, een daling van 25% in vergelijking met het eerste kwartaal 2016, een periode met juist een gemiddeld hoge volatiliteit. De EBITDA-marge kwam uit op 38% (Q1 2016: 50%). De ETP Value Traded steeg in EMEA (Europa) met 10% van € 96,5 miljard naar € 106,2 miljard en in de Americas met 35% van € 46,7 miljard naar € 63,2 miljard. In APAC (Azië) was er een daling van € 10,2 miljard naar € 5,4 miljard (-41%). In EMEA en de Americas steeg het marktaandeel van Flow Traders verder, terwijl dit iets terugliep in Azië. Gezien de moeilijke marktomstandigheden betoonde het management zich tevreden met de behaalde resultaten. Over het eerste kwartaal van 2017 bedroeg de winst per aandeel € 0,29 (Q1 2016: € 0,50). Wij menen dat FT in staat mag worden geacht om voor geheel 2017 de winst per aandeel van het boekjaar 2016 van € 1,98 te evenaren. Deze prognose is mede gebaseerd op de eerste bijdrage vanuit de off-exchange handelsactiviteiten in de Verenigde Staten, waarvoor Flow Traders vorig jaar een vergunning kreeg. Daarnaast voorzien wij voor de tweede helft van 2017 een hogere volatiliteit op financiële markten op grond van een licht stijgende rente en het risico van onvoorziene politieke ontwikkelingen. Omdat Flow Traders actief is in een snelgroeiend marktsegment en hierin wereldwijd een toonaangevende positie inneemt, gebruiken wij de actuele

zwakke koersperformance om ons belang geleidelijk te vergroten. Tegen de huidige beurskoers van € 24,- wordt 12,1x de getaxeerde winst betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 5,8%.

Wij waren aanwezig op de Investor Day van **BESI**, vooraanstaand toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie. CEO Richard Blickman, CFO Cor te Hennepe en CTO Ruurd Boomsma gaven wederom een duidelijk inzicht in de stand van zaken bij de snel groeiende onderneming. Nadat BESI in april verraste met voortreffelijke cijfers over het eerste kwartaal, lijkt de gang van zaken in Q2 2017 onverminderd voorspoedig te verlopen. Blickman verwees naar de opwaartse bijstelling van onderzoeksbureau VLSI voor de Assembly Equipment markt die van +9,3% in januari recent is verhoogd naar +11,8%. Naar verwachting zet deze sterke ontwikkeling – die BESI nog eens ruimschoots overtreft! – door tot in het volgende jaar. Daar plaatst Blickman direct een kanttekening: de huidige opgaande trend in de markt begon in Q2 2016. De gemiddelde duur van een *uptrend* in de cyclus is 6 tot 8 kwartalen. Dit zou betekenen dat het begin van het eerstvolgende neergaande deel van de cyclus zou kunnen aanvangen tussen Q4 2017 en Q2 2018. Indien de cyclus ditmaal conform dit patroon verloopt, moet rekening worden gehouden met een afnemend winstmomentum – dat op de bodem van de cyclus sterk negatief is! – en waartegen BESI zich inmiddels heeft gewapend door de uitgifte van een converteerbare obligatie van \$ 125 miljoen, zodat de onderneming ongestoord de inhoud van het Strategisch Plan 2017 – 2021 kan uitvoeren. Er werd in de presentatie uitgebreid ingegaan op de inhoud van dit plan. De kernpunten zijn:

- Vergroting van de te bedienen eindmarkt, met name richting het *mainstream* deel ervan;
- Vergroting van het relevante marktaandeel van circa 30% naar 35 – 40%;
- Vergroting van de aanwezigheid in de global semiconductor supply chains;
- Vergroting van de aanwezigheid in de Chinese markt en, meer expliciet, het gemiddelde factuurbedrag (*share of wallet*) dat in deze markt wordt behaald.
- Vergroting van de lokale Chinese proces- en technische support om de lokale Chinese *installed base* beter te faciliteren. BESI haalt nu 30% van de omzet uit China waar de concurrenten 50% doen. Het streven van BESI ligt eveneens op het realiseren van deze 50 – 50 verhouding, waarvan Blickman meldde dat deze doelstelling zeker binnen bereik ligt. Ter illustratie: de lokale Chinese productie was nog nihil in 2014, bedroeg 33 machines in 2015, steeg naar 139 machines vorig jaar en zal naar verwachting dit jaar 400 units bedragen. In dit kader is het relevant te melden dat de Chinese overheid de doelstelling heeft om de semiconductorproductie in een periode van 5 jaar (2016-2021) te verdubbelen.

BESI meldde voorts een potentieel van verdere kostenverlaging van circa € 15 miljoen in de periode tot en met 2021. Deze verlaging laat zich ruwweg realiseren door verbeteringen in de supply chain (40%), reductie van de loonkosten door een verdere migratie van West → Oost (35%) en door besparingen op het gebied van Product design via een kleiner aantal platforms en meer standaardisatie (25%). CTO Ruurd Boomsma verduidelijkte de ontwikkelingen op technologiegebied. Mobile Internet Devices (30% omzetaandeel) zal gaan profiteren van de stormachtige groei in het 5G-netwerk tot en met 2022 als er wereldwijd 550 miljoen abonnees zullen zijn. De machines van BESI zijn bij uitstek geschikt om deze groei naar meer applicaties en meer complexiteit te faciliteren. Ook voor Computer/PCs (24% omzetaandeel) zijn de vooruitzichten goed, vooral vanwege de noodzaak voor meer geheugen- en opslagcapaciteit (*gambling* en foto/film). Automotive (18% omzetaandeel) zal de vruchten plukken van de toenemende intelligentiebehoefte in de auto (op weg naar de zelfrijdende auto), terwijl ook aan elektrisch rijden een hogere halfgeleidercomponent is verbonden. De nog jonge markt voor Thermo Compression Bonders (TCB) trekt aan, waarbij de verdere ontwikkeling van de technologie cruciaal is. BESI loopt voor op dit gebied. Daarentegen is de groei in Fan Out wafer level packaging dit jaar minder sterk, omdat de in 2016 door klanten gekochte capaciteit nu in gebruik wordt genomen. Tenslotte presteren de Plating en Epoxy Die Bonders dit jaar bijzonder sterk. Ook in dit segment heeft BESI een zeer sterke positie. Resumerend kan worden geconcludeerd dat BESI momenteel op topniveau presteert en dat er vooralsnog geen tekenen zijn dat het omzet- en winstmomentum afneemt. Voor het lopende jaar verhogen wij onze winsttaxatie van € 3,00 naar € 3,25 per aandeel (2016: € 1,74). Omdat bovenop de schuldenvrije balans (netto kaspositie per 31-3-2017: € 175 miljoen) nog eens de opbrengst van de convertible mag worden geteld, is het

aannemelijk dat BESI, net als vorig jaar, de volledige nettowinst als contant dividend zal uitkeren. Dit betekent bij de huidige beurskoers van € 47,- dat thans 14,5x de verwachte winst voor de aandelen BESI wordt betaald en dat het dividendrendement alsdan 6,9% bedraagt.

Sif Group, producent van stalen funderingen voor offshore installaties en windparken, meldde in juni twee nieuwe opdrachten. Sif Group zal, in samenwerking met joint-venture partner Smulders, de productie van alle monopiles en verbindingsstukken voor het Trianel Windpark Borkum II project gaan leveren. Het betreft een order van in totaal circa 32 kiloton die gedurende het eerste halfjaar 2018 zal worden uitgeleverd. Daarnaast bevestigde Sif de reeds eerder als 'Exclusive Negotiation' ingeboekte order voor de levering van alle monopiles en verbindingsstukken voor het EnBW Albatros offshore windpark, wederom in joint-venture met partner Smulders. Als gevolg van deze twee opdrachten is het orderboek voor 2018 inmiddels gevuld met 129 kiloton aan getekende orders. Daarmee ligt Sif goed op koers om de getaxeerde capaciteitsbezetting van circa 180 kiloton voor 2018 te realiseren. Vorige maand rapporteerde Sif Group de cijfers over het eerste kwartaal 2017. De contributie (= omzet minus grondstofkosten, kosten van uitbestede werk, logistieke kosten en overige externe project-gerelateerde kosten) wordt door Sif als een accurate performance indicator beschouwd. Deze contributie steeg in Q1 2017 naar € 37,5 miljoen (Q1 2016: € 30,9 miljoen), een toename van 21%. Sif produceerde 57 kiloton in Q1 2017 tegen 46 kiloton in dezelfde periode van vorig jaar. Dit resulteerde in een contributie van € 662,- per ton (Q1 2016: € 672,-). De EBITDA kwam uit op € 17,6 miljoen, licht hoger dan de € 17,3 miljoen van Q1 2016. Het bruto bedrijfsresultaat per individuele periode kan onderhevig zijn aan heftige schommelingen vanwege het geringe aantal projecten op jaarbasis (15 in 2016) en omdat de uitleverdata juist vóór of na het einde van een rapportagedeadline zijn. In dit kader was Q1 2016 een exceptioneel efficiënt kwartaal met een dienovereenkomstig hoog resultaat. Daarenboven kampte Sif in Q1 2017 met hogere dan geplande onderhoudskosten in Roermond en hoger dan verwachte opstart- en trainingskosten in zowel Roermond als Rotterdam in de eerste twee maanden van het jaar. Sinds maart van dit jaar draait Sif op volle capaciteit en liggen productie en EBITDA-generatie dienovereenkomstig op schema. Voor geheel 2017 wordt een productie van 210 kiloton begroot met een bezettingsgraad die wederom op een hoog niveau ligt. Gedurende dit jaar zal de totale productiecapaciteit geleidelijk worden vergroot van 225 kiloton naar 300 kiloton op jaarbasis, zodra de tweede productielijn op de Maasvlakte 2 operationeel wordt. Naar verwachting zal het bruto bedrijfsresultaat in 2017 niet veel afwijken van de genormaliseerde EBITDA van 2016. De middellange termijnprojecties voor de Europese offshore windindustrie wijzen onveranderd op een solide jaarlijkse groei van meer dan 5% voor de periode 2015 – 2025.

Voor 2018 heeft Sif derhalve nog ruimte voor additionele orders. Omdat er volgend jaar (tijdelijk) minder offshore windparken worden opgeleverd, moet voor 2018 rekening worden gehouden met een eenmalig lager jaarresultaat. Tegen de huidige beurskoers van € 19,20 wordt 11x de getaxeerde winst 2017 van € 1,75 voor de aandelen Sif betaald. Voor 2018 taxeren wij tentatief een winst per aandeel van € 1,35 (-23%), waarmee de K/W-multiple op 14,2 komt. Het dividendrendement bedraagt 2,9% uitgaande van een veronderstelde pay-out ratio van 30%.

Internationaal detacheerder **Brunel International** meldde dat de onderneming voor de vierde keer in de geschiedenis als sponsor deelneemt aan de Volvo Ocean Race (VOR), de fameuze zeilrace rond de wereld. Navraag wees uit dat de betrokkenheid van Brunel in deze vierde editie van de VOR veel kleiner is dan vier jaar geleden toen 'minder dan € 10 miljoen in 2,5 jaar tijd' aan de VOR werd uitgegeven. De rol van Brunel kan ditmaal beter worden gekenschetst als die van sub-sponsor van het evenement. Vier jaar geleden nam Brunel naar schatting 80% van het budget voor zijn rekening, ditmaal zal de bijdrage beperkt blijven tot ongeveer 20%. Een tweede verschil is dat het gehele investeringstraject vier jaar geleden veel langer was. Dit keer wordt met de bestaande 'oude' boot gewerkt en moet bemanning/training/voorbereiding, etc. vlak vóór de start van de VOR op zondag 22 oktober a.s. gereed zijn. Volgens Brunel zal de deelname per saldo niet leiden tot een verhoging van de marketingkosten, zodat wij onze winsttaxaties ook niet behoeven aan te passen. Door als (sub-)sponsor op te treden verzekert Brunel zich van de nodige publiciteit in de periode oktober 2017 – juli 2018. De focus van 'Team Brunel' is techniek en innovatie. Studenten die een technische studie kiezen en afgestudeerde ingenieurs zijn essentieel voor de toekomst. De doelstelling van Brunel's campagne is om wereldwijd hoogopgeleide technici te detacheren die kunnen bijdragen aan het succesvol uitvoeren van projecten waar ook ter wereld.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2017 op € 0,40, hetgeen zich met name in de tweede helft van het jaar moet materialiseren. Deze prognose komt overeen met het door Brunel over 2016 uitgekeerde contante dividend per aandeel, wat destijds overigens een pay-out ratio van 200% impliceerde, omdat de winst per aandeel 2016 beperkt bleef tot € 0,20. Uitgaande van een voortzetting van de verbetering van de winstgevendheid in 2018 is de huidige beurskoers van € 12,30 niet extreem hoog. Echter, het herstelproces bij Brunel International voltrekt zich trager dan eerder door ons werd aangenomen. Wij handhaven vooralsnog de bescheiden weging van 3,5% in de portefeuille.

Lucas Bols, prominent in het distilleren, mixen en blenden van likeuren, jenever, gin en wodka, met een portfolio van meer dan 20 premium en superpremium merken die gebruikt worden als basis voor cocktails in cocktailbars over de hele wereld, boekte over het boekjaar eindigend op 31 maart 2017 een omzet van € 80,5 miljoen, hetgeen een stijging van 10,8% inhield in vergelijking met het voorgaande boekjaar (€ 72,6 miljoen). De consolidatie van het merk Passoã per 1 december 2016 droeg € 5,1 miljoen bij aan de omzet. Valuta-effecten hadden een positieve invloed van € 0,3 miljoen, waarbij een sterkere Japanse yen, Australische dollar en Russische roebel geneutraliseerd werden door een verzwakking van het Britse pond en Latijns-Amerikaanse valuta. Er werd een autonome omzetstijging van 3,4% gerapporteerd. De omzet van het wereldwijde (op groei gerichte) merkensegment verbeterde met 14,8% (+4,2% autonoom) en de omzet van de (op rendementsoptimalisatie gerichte) regionale merken groeide met 1,8% (+1,6% autonoom). Alle regio's rapporteerden een hogere omzet. In de opkomende markten groeide de autonome omzet aanzienlijk (+20,1%), waarbij Oost-Europa (inclusief Rusland) en Afrika uitstekend presteerden. De autonome omzet in Azië-Pacific steeg met 5,3% als gevolg van het herstel van leveringen naar Australië en Nieuw-Zeeland. In Noord-Amerika (+4,7% autonome groei) bleven de Verenigde Staten sterk presteren met een single-digit omzetgroei die deels werd geneutraliseerd door een terugloop in Canada. In West-Europa werd een autonome omzetsdaling van 2,3% gerapporteerd, hetgeen niettemin een verbetering was in vergelijking met vorig boekjaar als gevolg van een toenemende groei van de wereldwijde merken. Inclusief Passoã noteerde West-Europa een sterke groei van 9,2%. Het EBIT-resultaat voor het boekjaar 2016/17 bedroeg € 18,2 miljoen, (2015/16: € 17,6 miljoen). In de laatste vier maanden van het boekjaar droeg Passoã € 1,6 miljoen bij aan het EBIT-resultaat. De beperkte extra overheadkosten voor Passoã tonen de mogelijkheden tot verdere benutting van het distributieplatform van Bols aan. Valuta-effecten hadden een positief effect van € 0,2 miljoen op het EBIT-resultaat. In het boekjaar 2016/17 stegen de investeringen (exclusief Passoã) met € 2,3 miljoen ten opzichte van het voorgaande boekjaar, in lijn met de gevolgde strategie om de wereldwijde merken te laten groeien. Voorts bedroegen de eenmalige transactie- en advieskosten in het boekjaar 2016/17 € 2,0 miljoen, wat deels werd geneutraliseerd door een eenmalige bate van € 1,4 miljoen in verband met de bij de acquisitie van Distilleerderij Coymans door deelneming Avandis ontvangen *badwill*.

De genormaliseerde winst per aandeel steeg van € 0,94 naar € 0,98 (+4,3%). Het dividend per aandeel werd met 5,6% verhoogd van € 0,54 naar 0,57, waardoor de pay-out ratio op 58% komt. Volgens het management blijft de onderliggende marktdynamiek in de wereldwijde cocktailmarkt gezond. De groeitrend houdt aan, al bevindt iedere regio zich in een andere ontwikkelingsfase. De marktontwikkelingen sterken het management in het geloof in het potentieel van de wereldwijde merken, waardoor ook de vooruitzichten voor de middellange termijn groei van deze merken blijven gehandhaafd. Lucas Bols blijft onverkort investeren om de omzetgroei van de wereldwijde merken te ondersteunen. Dit zal het tempo van de winstgroei, in ieder geval de eerstkomende jaren, onder druk houden. Daar staat tegenover dat de consolidatie van de Passoã-resultaten in het lopende boekjaar voor de volledige twaalf maanden zal plaatsvinden. Wij hanteren voor het boekjaar 2017/18 een winst per aandeel van € 1,10 (+12,2% in vergelijking met 2016/17). Tegen de huidige beurskoers van € 20,- wordt daarmee 18,4x de getaxeerde winst voor het lopende boekjaar voor de aandelen Lucas Bols betaald. Het dividendrendement bedraagt 3,2% uitgaande van een onveranderde pay-out ratio van 58%.

Samenstelling portefeuille

De grootste participaties in de portefeuille per 3 juli 2017 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	14,7%
ASM International	12,6%
Flow Traders	9,5%
TKH Group	9,1%
Nedap	8,9%
BE Semiconductor Industries	7,4%
Kendrion	7,1%
Acomo	5,6%
Neways Electronics International	5,6%
Aalberts Industries	4,5%
Overige 6 participaties	14,1%
Liquiditeiten en overige	0,9%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het is een gegeven dat beurskoersen gemiddeld zes à negen maanden vóórlopen op de economische realiteit. Er wordt daarom ook wel gesproken van ‘de verwachtingswaarde in de beurskoers’. Zo kan het gebeuren dat de beurskoers van een onderneming niet per definitie positief reageert als op zichzelf genomen goede cijfers en dito verwachtingen door dezelfde onderneming worden gerapporteerd: de goede cijfers/voorzichten zijn in dat geval al in de beurskoers verdisconteerd. De intrinsieke waarde van Add Value Fund is tot nu toe dit jaar met ruim 20% gestegen, zodat gerust gesteld kan worden dat er een behoorlijke verwachtingswaarde in de beurskoersen van de zestien deelnemingen uit de portefeuille ligt besloten. Binnenkort vangt de stroom van halfjaarcijfers aan – Acomo bijt het spits af op donderdag 20 juli a.s. – waarmee een goede indicatie wordt verkregen of de werkelijke gang van zaken en vooruitzichten in lijn zijn met het verwachtingspatroon, ofwel de consensus, van ‘de markt’.

Het moge duidelijk zijn dat het verloop van winsttaxaties en -realisatie in een dynamisch model verankerd liggen. Wanneer een onderneming boven (of onder) verwachting rapporteert, zullen waarschijnlijk de winsttaxaties voor de volgende periode eveneens naar boven (of beneden) worden aangepast. Het is vanuit deze dynamiek dat wij, juist voor de start van het seizoen van de halfjaarcijfers – Neways Electronics International is op dinsdag 29 augustus de laatste onderneming die met cijfers komt –, nu met onze winsttaxaties voor het boekjaar 2018 naar buiten treden. De afgelopen maanden hebben wij de jaarverslagen van onze deelnemingen geanalyseerd, de (meeste) jaarvergaderingen bezocht en ook de gang van zaken over Q1 2017 in de beeldvorming betrokken. Per onderneming hebben wij de taxatie van de winst per aandeel 2017, waar nodig, aangescherpt en de eerste prognose voor boekjaar 2018 vastgesteld. Op basis van onze berekeningen bedraagt de gewogen Koers/Winst-verhouding van onze portefeuille voor het lopende jaar 16,2x en voor het komende jaar 14,4x. Het hoge gewogen dividendrendement bedraagt respectievelijk 3,7% en 4,1%.

Hierbij hebben wij ons onder andere laten leiden door de volgende feitelijkheden en aannames:

- De economie in West-Europa bevindt zich momenteel in een fase van hoogconjunctuur. Ondanks de voortdurende politieke onzekerheid (brexit, komende verkiezingen) lijkt deze gunstige uitgangspositie in 2018 een vervolg te kunnen krijgen. In Noord-Amerika is veeleer sprake van een afvlakkende economische groei, die evenwel nog voldoende sterk is om onze participaties die actief zijn in deze regio, naar behoren te laten

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

functioneren en presteren. Ten aanzien van het Verre Oosten (in het bijzonder China) voorzien wij een aanhoudende economische groei;

- De meerderheid van de participaties in portefeuille bevindt zich in het stijl oplopende gedeelte van de S-curve. Dit betekent dat de verdienmodellen van deze ondernemingen naar verwachting bovengemiddeld gaan bijdragen aan de waardecreatie van Add Value Fund. Met name de prognoses van TKH Group, Nedap, Kendrion en Neways Electronics International vallen binnen deze definitie;
- De winstgroei van onze grootste participatie Hunter Douglas (15% van de portefeuille) wordt de komende twee jaar aangejaagd door de grote acquisities van Levolor & Kirsch in de Verenigde Staten en van Hillary's in het Verenigd Koninkrijk;
- De twee beeldbepalende deelnemingen in de productie van machines voor de halfgeleiderindustrie, ASMI en BESL, plukken dit jaar de vruchten van een sterke expansie in hun beider marktsegmenten. Naar verwachting zal in de loop van volgend jaar de opgaande cyclus gaan afvlakken, zodat wij de jaar-op-jaar groei voor beide ondernemingen vooralsnog laag hebben ingeschat;
- De invloed van komende acquisities hebben wij vanzelfsprekend nog niet mee kunnen nemen in onze taxaties. Daarnaast zijn wij uitgegaan van stabiele wisselkoersverhoudingen.

Ondanks de voorspoedige koersperformance van Add Value Fund in de eerste helft van 2017, zijn wij vol vertrouwen dat de opwaartse tendens in de tweede jaarthelft zal aanhouden, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Wij verwachten dat de publicatie van de komende halfjaarcijfers van onze participaties, het door ons geschetste perspectief zal bevestigen.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 juli 2017