

MAANDBERICHT OVER MEI 2016

Inleiding

In de maand mei zette de Nederlandse aandelenmarkt de opgaande trend voort. De AEX-index steeg 2,7% naar 447,87, de Amsterdam Midkap klom 1,3% naar 666,89 en de Amsterdam SmallCap Index voegde 2,4% toe op 778,09. De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in mei met 0,4% van € 41,11 naar € 40,96. Gecorrigeerd voor het in de verslagmaand uitgekeerde dividend van € 0,80 per aandeel, was er echter een waardestijging van 1,6%. Het totaal beleggingsresultaat over de eerste vijf maanden van 2016 kwam daarmee op +5,9%. Het fondsvermogen per 1 juni 2016 bedraagt € 69,5 miljoen, waarvan een bedrag van € 68,2 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 1,8% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 41,17
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 40,96
Fondsvermogen	€ 69.488.573
Aantal uitstaande aandelen	1.696.475

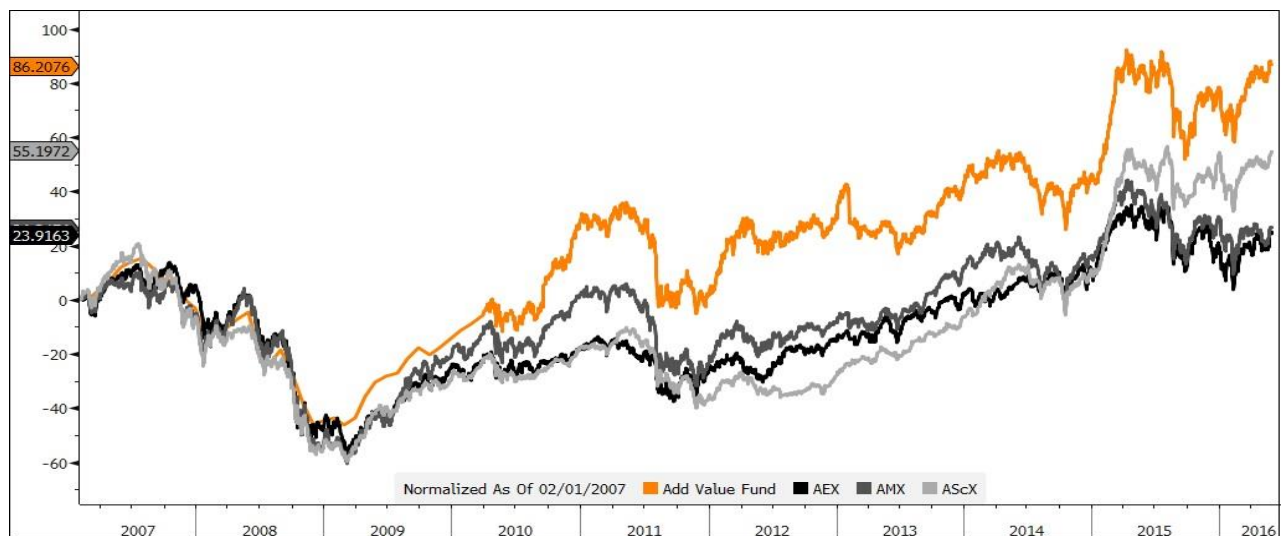
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	Cum.
AVF	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+21,98	+5,91	+86,21
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+3,75	+23,92
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-2,97	+26,35
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	+0,60	+55,20

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/05/2016

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/05/2016)

Peildatum: 31/05/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Accell Group	+13,3	-6,6	-2,5	+2,0
2.	Aalberts Industries	+12,6	+1,5	+10,7	+6,0
3.	Hunter Douglas	+3,7	+14,2	+20,4	+0,2
4.	Brunel International	+3,6	+1,7	+9,9	-10,4
5.	Koninklijke Vopak	+3,4	+14,0	+11,5	-1,3
6.	Koninklijke Brill	+2,9	+9,5	+20,0	0,0
7.	BE Semiconductor Ind.	+2,3	+24,1	+8,7	-3,6
8.	TKH Group	0,0	-1,1	+2,0	+1,1
9.	Lucas Bols	-3,5	-19,9	-17,1	-1,9
10.	Acomo	-5,6	+3,6	+2,2	-2,5
11.	Nedap	-7,7	-5,1	+0,2	-2,5
12.	Kendrion	-10,3	+6,3	+27,3	+14,7
13.	ASM International	-18,6	-4,1	-6,9	+1,8
14.	Neways Electronics Int.	-20,1	-10,5	-2,8	-1,0
15.	Flow Traders	-	-27,6	-19,3	-10,9

- In mei realiseerden 6 van de 15 participaties (= 40%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 7 van de 14 (exclusief Flow Traders) participaties (= 50%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerde **Kendrion** bovengemiddeld in de portefeuille. De nieuw geformuleerde strategie van de onderneming sprak zichtbaar tot de verbeelding van beleggers;
- Het aandeel **Flow Traders** was in mei wederom een dissonant met een scherpe koersreactie. Weliswaar was deze door de dividenduitkering van € 1,00 per aandeel minder scherp dan in het overzicht aangegeven, toch was de voor dit dividend gecorrigeerde verlies van 8,0% relatief fors te noemen. Er was geen specifieke aanleiding voor deze koersdaling. De forse koersreactie van detacheerder **Brunel International** is vertekend door de uitkering van het (super)dividend van € 1,50 per aandeel. Hiervoor gecorrigeerd was er op maandbasis een daling van slechts 1,8%.

Mutaties in de portefeuille

In mei hebben wij de positie in **Accell Group** licht uitgebreid. Daarnaast hebben wij door in te schrijven op de beursintroductie van **Sif Group** tegen € 14 per aandeel een belang verkregen in deze leidende funderingsbouwer. Wij financierden deze aankopen door deels winst te nemen op de posities in **Aalberts Industries**, **Acomo**, **BE Semiconductor Industries**, **Kendrion** en **Koninklijke Vopak**.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas, wereldmarktleider in de productie en verkoop van raambekleding en prominent aanbieder van architectonische systemen (plafond- en gevelsystemen), rapporteerde sterke cijfers over het eerste kwartaal van 2016. De omzet steeg met 0,7% van US\$ 586,8 miljoen naar US\$ 591,1 miljoen en was opgebouwd uit een volumestijging van 3,8%, een negatief valuta-effect van 4,0% en een bijdrage van 0,9% uit acquisities. Hogere volumes werden genoteerd in Noord-Amerika (+7%), Europa (+2%) en Australië (+5%), een gelijk volume in Azië en een volumedaling in Latijns Amerika (-7%). Wederom was Noord-Amerika de aanjager van de groei, waarbij de positieve bijdrage van de PowerView-innovatie niet onvermeld mag blijven. Noord-Amerika is met voorsprong de meest winstgevende markt van Hunter Douglas, was in Q1 2016 goed voor 49% van de groepsomzet, hetgeen ook werd weerspiegeld in een mooie verbetering van de groeps-EBITDA: +20,8% van US\$ 43,8 miljoen naar US\$ 52,9 miljoen. In lokale valuta werden in

alle regio's hogere resultaten behaald, met uitzondering van Australië en Latijns Amerika. De winst voor belasting steeg met 70% van US\$ 18,5 miljoen naar US\$ 31,4 miljoen. Daarentegen was er een verlies van US\$ 6,8 miljoen op de Investment Portfolio (Q1 2015: winst US\$ 3,6 miljoen), waardoor de stijging van de nettowinst voor belasting beperkt bleef tot 11,3%, te weten US\$ 24,6 miljoen versus US\$ 22,1 miljoen.

Uitgaande van een consolidatie van Levolor/Kirsch vanaf H2 2016 – de in maart aangekondigde overname is nog in afwachting van goedkeuring door de autoriteiten – verwachten wij dat een winst per aandeel in 2016 van tenminste € 5,00 haalbaar moet zijn. Tegen de huidige beurskoers van € 44,- worden de aandelen Hunter Douglas thans op minder dan 9x de getaxeerde winst 2016 gewaardeerd. Het dividendrendement op basis van het dividendvoorstel 2015 bedraagt 3,4%.

Wij waren aanwezig op de jaarvergadering van **ASM International**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie. CEO Chuck del Prado schetste een optimistische toekomstvisie voor zijn onderneming die toonaangevend is in de markt van Atomic Layer Deposition (ALD). Naar verwachting zullen de applicaties van deze technologie in de komende driejaars periode de single wafer ALD-markt qua omvang laten verdubbelen van circa \$ 750 miljoen tot ongeveer \$ 1,5 miljard in 2019. Del Prado stelde wel rekening te houden met enige teruggang in het ASMI-marktaandeel gedurende deze periode, maar stelde tegelijkertijd vast dat dit gezien de sterke verwachte markttoename tot een substantiële omzet- en winststijging van zijn onderneming zou moeten leiden. Hiermee borduurt ASMI feitelijk voort op het sinds 2010 opgebouwde track record. Waar de totale *wafer fab equipment* markt over de periode 2010 – 2016 op jaarbasis per saldo nauwelijks groei vertoonde, liet ASMI een samengestelde jaarlijkse omzetgroei van 18% noteren. Del Prado bevestigde desgevraagd dat het ASMI-marktaandeel in het lopende boekjaar kan toenemen in vergelijking met dat van 2015, gezien de specifieke opbouw van de orderportefeuille. ASMI zag de omzet in het eerste kwartaal van 2016 met 2% dalen naar € 142,4 miljoen in vergelijking met Q4 2015 (€ 144,7 miljoen). Ten opzichte van het sterke eerste kwartaal van 2015 bedroeg de omzetzijging 12% (Q1 2015: € 162,0 miljoen). Er was een sterke orderingang van € 164 miljoen, een stijging van 21% ten opzichte van Q4 2015. De brutomarge was met 43,9% in Q1 2016 iets lager dan in Q4 2015 (44,8%), maar hoger dan in hetzelfde kwartaal van 2015 (43,1%). Het netto resultaat was met € 5,4 miljoen bescheiden in vergelijking met Q4 2015 (€ 10,8 miljoen), maar in laatstgenoemd resultaat was een eenmalig belastingvoordeel van € 5 miljoen begrepen. Het nettoresultaat werd het afgelopen kwartaal bovendien gedrukt door de zwakke US-dollar die ASMI met een kaspositie van € 416 miljoen raakte doordat het grootste deel van de liquiditeiten in US dollars wordt aangehouden. De winstbijdrage van 40%-deelname ASM PT bleef met € 6,3 miljoen achter bij de consensusverwachting, ofschoon voor H2 2016 een verbetering wordt voorzien. ASMI voorspelt voor Q2 2016 een omzet in een bandbreedte van € 130 - 140 miljoen en een orderingang van € 145 - 165 miljoen, uitgaande van ongewijzigde valutaverhoudingen. Del Prado stelde een veel sterkere tweede helft van 2016 in het vooruitzicht in vergelijking met de eerste zes maanden van het jaar. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 3,00 (2015: € 3,05) bij een ongewijzigd dividend van € 0,70 per aandeel. Net als BESI voert ASMI een aandeleninkoopprogramma uit. Op 28 oktober 2015 is besloten om voor een bedrag van € 100 miljoen eigen aandelen in te kopen gedurende de periode 2015 - 2016. Tot en met 29 april jl. waren in dit kader 1,415,334 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 36,80, zodat voor een tegenwaarde van ruim € 52 miljoen, ofwel 52% van het begrote programma, invulling is gegeven. Tegen de huidige beurskoers van € 36,- zouden derhalve nog circa 1,33 miljoen aandelen kunnen worden ingekocht. Uitvoering van het volledige aandeleninkoopprogramma zou leiden tot een reductie in het aantal uitstaande aandelen van circa 4,4%. ASMI wordt thans gewaardeerd op 12x de getaxeerde winst bij een dividendrendement van 1,9%. Op basis van een sum-of-the-parts analyse achten wij een *fair value* van ruim € 50,- per aandeel een betere weerspiegeling van de waarde van het aandeel. Met name de toonaangevende en leidende positie van ASMI in ALD-applicaties wordt momenteel onvoldoende op waarde geschat. Vandaar dat wij de positie in ASMI onverkort handhaven in de bovenste regionen van de portefeuille.

Wij brachten een bedrijfsbezoek aan technologiebedrijf **Nedap** in Groenlo en spraken met CEO Ruben Wegman. De onderneming bevindt zich in een transitiefase en richt zich steeds nadrukkelijker op het op- en uitbouwen van leidende posities in de markten waarin zij actief is. Want uiteindelijk is de juiste marktpositie bepalend voor de mate waarin een markt in beweging wordt gebracht en voor het lange termijn succes. Dit vraagt om duidelijke keuzes, onder andere over

de markten waarin Nedap actief wil zijn. Dit moeten markten zijn die een ruim potentieel bieden. Tegelijkertijd moet er voldoende perspectief zijn op een leidende marktpositie op termijn. Voortdurend volgt het management de aantrekkelijkheid van bestaande en nieuwe markten en wordt beoordeeld of de beoogde marktpositie nog voldoende attractief en haalbaar is. Waar nodig wordt afscheid genomen van markten, worden nieuwe markten aangeboord of worden nieuwe posities ingenomen. Er wordt steeds meer tijd en aandacht besteed aan marktanalyses en het nauwkeurig in kaart brengen van de klantsegmenten. Daardoor zijn de ontwikkelingspanningen marktgestuurd en veel meer dan voorheen relevant voor grotere klantgroepen. Dit verhoogt het rendement van de investeringen in propositieontwikkeling en zorgt tegelijkertijd voor meer marktimpact. Ook wordt nadrukkelijker gewerkt aan het terugbrengen van de omvang van het product portfolio. Een beperkt deel van de Nedap-producten neemt namelijk het leeuwendeel van de opbrengsten en marge voor zijn rekening. Door hier duidelijke keuzes te maken, kan meer tijd en aandacht worden besteed aan die producten die echt het verschil maken. In dit kader werd medio vorig jaar reeds besloten tot uitbesteding van productie- en logistieke activiteiten. Deze herinrichting van de supply chain neemt twee jaar in beslag, zodat het omschakelproces nu ongeveer halverwege is. Volgens Wegman ligt de uitvoering op schema en zijn intussen vijf strategische supply chain-partners geselecteerd. Zoals eerder aangekondigd leidt de transitie tot eenmalige kosten van in totaal € 7 - 10 miljoen. Deze zullen in twee jaar worden terugverdiend. Het betreft met name kosten van het sociaal plan, dubbele kosten tijdens de afbouw van activiteiten en waardevermindering van activa. Bovendien zijn de voorraden tijdens de transitieperiode mogelijk hoger dan normaal om de continuïteit van leveringen aan klanten te garanderen. De financiering van de transitie vindt plaats door reductie van werkkapitaal en door verkoop van materiële vaste activa. De effecten van voornoemde beslissingen beginnen in de eerste markten zichtbaar te worden. Het Nedap-management rekent erop dat de marktimpact van de activiteiten door de doorgevoerde en aangekondigde wijzigingen zal toenemen en dat dit zich vertaalt in verbetering van de financiële resultaten. Wij concluderen dat Nedap zich in de toekomst voor de expansie vooral zal richten op de vijf belangrijkste marktgroepen, te weten Security Management, Retail, Livestock Management, Healthcare en Identification Systems. Met beveiligingsplatform AEOS wist de marktgroep *Security Management* het afgelopen jaar een aantal toonaangevende organisaties voor zich te winnen, waaronder het Europees Parlement, het Franse industriële concern Bouygues en Deutsche Telekom. AEOS is als eerste en enige gecertificeerd door het Franse Agence Nationale de la Sécurité des Systèmes d'Information. Naar verwachting zal bij veel Europese defensie- en infrastructuurprojecten een dergelijke certificering als vereiste worden gesteld. Met deze certificering nam de concurrentiekracht van de Nedap-oplossing toe aangezien het overgrote deel van de concurrenten niet beschikt over de middelen of de technologie om hun producten gekeurd te krijgen. In uitdagende marktomstandigheden heeft de marktgroep *Retail* in 2015 wederom groei van het marktaandeel en de omzet gerealiseerd. Door voortdurend te investeren in productverbetering blijft Nedap niet alleen concurrerend op de *total cost of ownership*, maar worden retailers er steeds meer van overtuigd dat met de Nedap-systemen uiteindelijk meer resultaat wordt geboekt. Toonaangevende Europese retailers als Auchans, Carrefour en Tesco behoren tot de afnemers van de Nedap-oplossingen. Begin 2015 heeft de marktgroep haar aanwezigheid in Noord-Amerika versterkt met een nieuw verkoopkantoor in Boston en een eigen commercieel team. Hoewel het precieze moment moeilijk is in te schatten, verwacht *Retail* dit boekjaar te kunnen starten met de eerste grootschalige projecten bij Amerikaanse winkelketens. In de marktgroep *Livestock Management* was de uitstekende groei in de varkenshouderijmarkt nog niet voldoende om de omzetteruggang in de melkveehouderijmarkt op te vangen. Naar verwachting wordt halverwege 2016 de weg naar herstel ingezet in laatstgenoemde markt, wat vertraagd tot een hoger investeringsniveau zal leiden. Op de langere termijn zal de schaalvergroting in deze sector doorzetten, wat gepaard zal gaan met toenemende automatisering. Met haar uitgebreid assortiment aan oplossingen voor het automatiseren van het voeren, melken en bronstdetectie op het melkbedrijf is Nedap uitstekend gepositioneerd om van deze ontwikkeling te profiteren. De puur op Nederland gerichte marktgroep *Healthcare* toont al ruim tien jaar een structurele groei. In het jaarverslag 2015 wordt gemeld dat 'het verheugend is om te zien dat het tempo waarmee zorginstellingen op de softwarediensten van de marktgroep overstappen is toegenomen'. In 2016 verwacht *Healthcare* het marktaandeel in de ouderzorg te vergroten. Daarnaast zijn de eerste klanten in de aanpalende zorgmarkten Verstandelijk Gehandicapten en Geestelijke Gezondheidszorg (GGZ) overtuigd geraakt van de kracht van de Nedap-aanpak. Gezien de aantrekkelijke groeikansen in de drie zorgsectoren rekent *Healthcare* op voortzetting van de opbrengstengroei. De marktgroep *Identification Systems* rekent met een gebalanceerde product portfolio, een groeiend partnernetwerk en de

toenemende intensiteit van de marketingactiviteiten de komende jaren eveneens op een verdere groei van de opbrengsten. Het is, het geheel overziend, illustratief dat de groei van de opbrengsten uit diensten het afgelopen jaar met 20% steeg van € 23,6 miljoen naar € 28,3 miljoen. Inmiddels maken 'diensten' 15,6% van de Nedap-omzet uit. Omdat de transformatie van de supply chain ook in 2016 nog voortgaat en de marktomstandigheden in Livestock Management vooralsnog uitdagend blijven, houden wij voor het lopende boekjaar een bescheiden stijging van de winst per aandeel uit gewone bedrijfsuitoefening tot € 2,00 aan (2015: € 1,88). Voor 2017 ligt een sterkere toename in de richting van € 2,50 in het verschiet, tenzij er zich een aanmerkelijke verslechtering in de externe marktomstandigheden aandient. Tegen de huidige beurskoers van € 29,70 wordt daarmee 14,9x de getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement bedraagt, bij een veronderstelde pay-out ratio van 75%, momenteel 5,1%.

Elektromagnetenproducent **Kendrion** rapporteerde de cijfers over het eerste kwartaal 2016. De omzet kwam uit op € 111,3 miljoen, een daling van 2,7% in vergelijking met Q1 2015 (€ 114,4 miljoen). Het genormaliseerde bedrijfsresultaat bedroeg € 7,8 miljoen, een daling van 6% ten opzichte van Q1 2015 (€ 8,3 miljoen). Daarnaast werd een eenmalige herstructureringslast van € 2,7 miljoen genomen in het kader van een strategische heroriëntatie die onder andere vorm krijgt door een meer effectieve en winstgeverder organisatiestructuur. Genoemde reorganisatielast moet leiden tot jaarlijkse besparingen van € 3 miljoen. Ofschoon de gepresenteerde cijfers een dalende tendens suggereren, was onderliggend toch sprake van een verbetering: in vergelijking met - het overigens zwakke - Q4 2015 steeg de omzet met 6,4% en kwam het bedrijfsresultaat significant hoger uit. CEO Joep van Beurden lichtte tijdens een goed bezochte analistenbijeenkomst de nieuwe strategie en doelstellingen van Kendrion voor de komende drie jaar toe. Het uitgangspunt van de strategie is om per eind 2018 een EBITA-marge van 10% te realiseren bij een gemiddelde jaarlijkse autonome omzetgroei van 5%. Deze autonome groei komt overigens overeen met het gemiddelde groeitempo sinds 2010. De strategie bestaat uit drie onderdelen:

- **Vereenvoudiging**

De organisatiestructuur wordt vereenvoudigd teneinde de besluitvorming te versnellen en om tot een betere allocatie van medewerkers en kapitaal te komen. Behalve het wegsnijden van één bestuurslaag wordt het aantal divisies teruggebracht van zeven naar vijf: Industrial Magnetic Systems, Industrial Control Systems, Industrial Drive Systems, Passenger Cars en Commercial Vehicles. Daarnaast wordt gestreefd naar een verdere verlaging van het aantal indirecte medewerkers en zal een nadere analyse van de fabricagecapaciteit worden gemaakt, waarbij een verdere transfer naar lage lonen landen wordt voortgezet. Voor geheel 2016 leiden deze aanpassingen tot eenmalige lasten van € 4 miljoen, waar jaarlijkse besparingen van € 3,5 miljoen tegenover staan.

- **Focus**

Er wordt meer nadruk gelegd op gebieden met een duidelijk groeipotentieel, gekoppeld aan markt- en marge-expansie mogelijkheden. In concrete zin betekent dit dat meer focus (capaciteit en middelen) wordt toegekend aan (1) de Passenger Car activiteiten, waar Kendrion op basis van technische kennis en marktpositionering een sterke basis heeft en zodoende kan meeliften op de marktgroei, en (2) China, waar het management een significante mogelijkheid ziet het marktaandeel te vergroten door de sterke propositie die zij nu reeds aanbiedt, breder te verbreiden in deze grote markt. Aan de andere kant wordt vermoedelijk afscheid genomen van de relatief kleinschalige operatie in Brazilië.

- **Groei**

Kendrion gaat voortbouwen op haar basis van een wereldwijde fabricage-capaciteit, de eersteklas reputatie van kwaliteit, sterke relatie met de klantenbasis en track record op het gebied van innovatie. Daarenboven is een aantal groeimogelijkheden in kaart gebracht die volgen uit de ontwikkelingen in de Automotive- en Industriële markten en waar Kendrion een aanwijsbaar concurrentievoordeel heeft vanwege haar innovatieve product technologie en R&D-pijplijn. Tenslotte zal Kendrion actief blijven op het gebied van acquisities in haar kernmarkten Automotive en Industrial.

Ten aanzien van de prognose voor geheel 2016 betoont het management zich terughoudend. Er wordt een bescheiden economische groei in de belangrijkste thuismarkt Duitsland waargenomen, maar tegelijkertijd wordt gewaarschuwd voor tegenvallende groei elders in Europa, alsmede voor mogelijk afvlakkende groei in China. Echter, ten aanzien van de gepresenteerde doelstellingen voor eind-2018 is het management vol vertrouwen deze te kunnen realiseren. Wij taxeren vooralsnog een winst per aandeel 2016 van € 1,40 (2015: € 1,28), waarbij vanaf het tweede halfjaar 2016 weer een aantrekkende groei mag worden verwacht. Tegen de huidige beurskoers van € 24,- wordt thans 17x de getaxeerde winst voor de aandelen Kendrion betaald en komt het dividendrendement op ruim 3%, uitgaande van een onveranderd dividend van € 0,78 per aandeel.

Wij waren aanwezig op de jaarvergadering van detachingsbedrijf **Brunel International**. CEO Jan Arie van Barneveld schetste een genuanceerd beeld van de huidige status van de onderneming. Jarenlang zorgde de detachering van specialisten in de olie- en gasector voor de hoogste inbreng in omzet en resultaten, maar anno 2016 is dit beeld omgeslagen. Brunel had begin dit jaar nog slechts 5.000 ingenieurs bij klanten in het energiesegment geplaatst, tegen 8.000 een jaar geleden. Daarentegen trekt bij Brunel Europa de detachering van ingenieurs en financieel specialisten in vooral Nederland en Duitsland stevig aan. In Nederland was de omzettoename in het eerste kwartaal 2016 een robuuste 14%, in Duitsland vooralsnog een bescheiden +2%. Maar hier plaatste Van Barneveld een kanttekening: gecorrigeerd voor het aantal werkdagen was er een progressie van 5%, die bovendien werd gedrukt door een griepgolf bij onze oosterburen. Het beeld in april sluit volgens de CEO aardig aan bij dat van het Nederlandse toerental. Voorafgaand aan de AvA wezen ABU-cijfers uit dat het aantal uitzendingen in periode 4 (week 13 -16) met 12% was toegenomen en de omzet met 13% gestegen ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Dit momentum biedt derhalve een tegenwicht aan de malaise in het Energy-bedrijf. Voor geheel 2016 houdt Van Barneveld grosso modo rekening met een evenaring van de resultaten van 2015. Ter vergadering rekt hij voor dat Brunel een financiële buffer van € 40 miljoen aanhoudt om flexibel te kunnen opereren en dat daarnaast aan een oorlogskas van € 60 miljoen wordt vastgehouden. Dit betekent dat, bij overigens gelijke omstandigheden, ook over 2016 een bedrag van € 80 miljoen beschikbaar is om uit te keren aan aandeelhouders. Handhaving van het (super)dividend van € 1,50 per aandeel is derhalve een reële optie. Bij een getaxeerde winst per aandeel 2016 van € 0,75 (2015: € 0,75) bedraagt de koers/winst verhouding van de aandelen Brunel International tegen de huidige beurskoers van € 17,10 22,8x en komt het dividendrendement op 8,8%.

Funderingsbouwer **Sif Group**, kende een vliegende start van 2016. In het eerste kwartaal van het jaar werd een contributie omzet (omzet minus verkoopkosten, waaronder grondstofkosten, uitbesteed werk, logistieke kosten en overige extern gerelateerde projectkosten) van € 108,4 miljoen gerealiseerd tegen € 44,9 miljoen in Q1 2015, een stijging van 141%. De bijbehorende contributie marge steeg met 60% van € 19,3 miljoen naar € 30,9 miljoen. De sector Offshore Wind was goed voor 86% van de contributiemarge (Q1 2015: 68%). Er werd een EBITDA van € 16,9 miljoen geboekt, een stijging van 58% in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder, toen de bezettingsgraad op een veel lager niveau lag. Sif produceert de funderingen voor offshore wind projecten doorgaans één of twee jaar voordat het betreffende project met de productie aanvangt. Voor het gehele boekjaar 2016 is nu al sprake van een vol orderboek voor de sector Offshore Wind, terwijl het orderboek voor de sector Olie & Gas het break even niveau heeft bereikt voor zowel 2016 als 2017. Teneinde aan de toenemende vraag te kunnen voldoen, is Sif vorig jaar gestart met de bouw van een aanvullende productiecapaciteit op de Maasvlakte 2, die naar verwachting in de loop van volgend jaar op stoom zal komen. Sif koerst in het lopende jaar aan op een winst per aandeel van € 1,65 à € 2,00 (2015: € 1,40), zodat vanaf de huidige beurskoers van € 15,70 er nog voldoende opwaarts potentieel resteert.

Tijdens de Algemene vergadering van Aandeelhouders van wetenschappelijke uitgever **Koninklijke Brill** is medegedeeld dat de verbetering van de winstgevendheid die in het tweede halfjaar van 2015 zichtbaar begon te worden, zich heeft doorgezet in de eerste maanden van het lopende boekjaar. Voor dit jaar verwacht het management organische groei in een bandbreedte van 1 tot 3% en een stijging van de EBITDA-marge van naar verwachting tenminste 1%-punt. Deze indicatie sluit aan bij onze winsttaxatie voor het lopende boekjaar van € 1,35 per aandeel (2015: € 1,24). Tegen de huidige beurskoers van € 25,70 wordt thans 19x de verwachte winst voor de aandelen

Koninklijke Brill betaald. Brill keerde over 2015 de gehele winst als contant dividend uit, waarmee het dividendrendement een aantrekkelijke 4,8% bedraagt.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	12,7%
TKH Group	10,0%
ASM International	9,9%
Nedap	9,4%
Kendrion	8,8%
BE Semiconductor Industries	8,6%
Brunel International	7,4%
Aalberts Industries	6,6%
Acomo	6,0%
Sif Group	4,6%
Overige 6 participaties	14,2%
Liquiditeiten en overige	1,8%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

In een externe omgeving van bescheiden economische groeiperspectieven en record lage rentetarieven blijkt de propositie van Add Value Fund zich steeds meer in positieve zin te onderscheiden.

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. Dit vertaalt zich naar uiterst aantrekkelijke waarderingen en aanvangsrendementen.

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 13,6 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,1%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 2 juni 2016

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen