

## MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2015

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt verloor in de maand augustus terrein onder invloed van scherpe koersdalingen in China en een sterk dalende olieprijs. De AEX-index daalde met 9,5% naar 445,03, de Amsterdam Midkap Index verloor 8,0% op 669,98 en de Amsterdam SmallCap Index sloot 7,4% lager op 747,95.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in augustus met 9,2% van € 41,36 naar € 37,57. Het netto totaalrendement over de eerste acht maanden van 2015 bedraagt daarmee +16,3%.

Het fondsvermogen per 1 september 2015 bedraagt € 61,9 miljoen, waarvan een bedrag van € 60,7 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 1,9% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 september 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 37,38
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 37,57
Fondsvermogen	€ 61.901.472
Aantal uitstaande aandelen	1.647.543

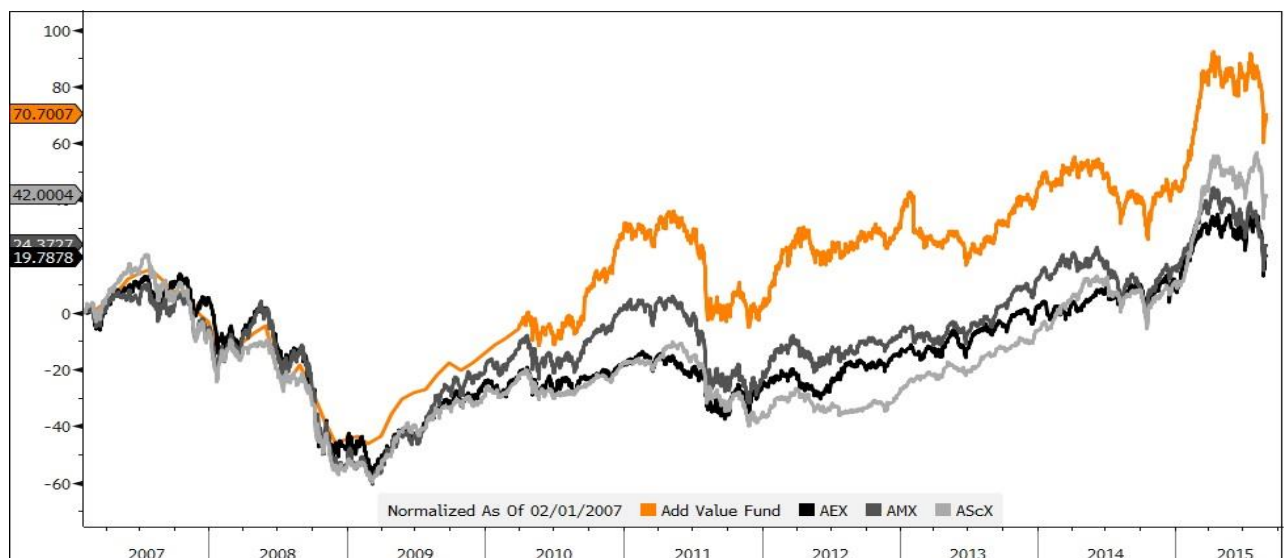
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	Cum.
<b>Add Value Fund</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>+16,34</b>	<b>+66,28</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,67	+19,79
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+7,07	+24,37
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+27,64	+42,00

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/08/2015

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/08/2015)

Peildatum: 31/08/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Accell Group	+39,6	+19,2	+14,9	-4,1
2.	TKH Group	+34,6	+11,6	-0,8	-11,5
3.	Aalberts Industries	+31,4	+0,2	-1,6	-3,0
4.	BE Semiconductor Ind.	+30,7	-25,6	-29,2	-19,2
5.	Koninklijke TenCate	+27,8	+16,8	+21,0	-2,2
6.	Acomo	+20,4	-10,3	-11,8	-8,6
7.	ASM International	+13,8	-17,0	-24,6	-18,0
8.	Hunter Douglas	+10,5	+2,3	-12,5	-4,7
9.	Kendrion	+4,7	-14,3	-12,4	-11,8
10.	Nedap	+3,1	-0,9	-6,3	-11,0
11.	Koninklijke Brill	-0,3	-4,7	-5,0	-12,8
12.	Neways Electronics Int.	-4,0	-8,4	-4,0	-1,8
13.	Brunel International	-16,9	-5,6	-8,3	-12,6
14.	Lucas Bols	-	+1,8	-3,4	+1,2

- In augustus realiseerde 1 van de 14 deelnemingen (= 7%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 10 van de 13 (exclusief Lucas Bols) ondernemingen (= 77%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerde **Lucas Bols** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze *premium brand* bleek in de verslagmaand goed bestand tegen de mineurstemming op de aandelenmarkt. Het feit dat de *free float* in het aandeel beperkt is, speelde mede een rol;
- **ASM International** en **BE Semiconductor Industries** presteerden in augustus benedengemiddeld. De halfgeleidersector is extra gevoelig voor korte termijn schommelingen in de marktvaart. Daarbij komt dat veel beleggers eerdere koerswinsten versneld realiseerden. Wij achten het beleggingsperspectief op middellange termijn onverminderd uiterst positief.

Mutaties in de portefeuille

In augustus hebben wij de belangen in **ASM International**, **BE Semiconductor Industries**, **Kendrion** en **Nedap** uitgebreid op de sterk verlaagde koersniveaus van maandag 24 augustus. Daartegenover hebben wij het belang in **Koninklijke TenCate** verkleind. In de beurskoers van TenCate zit een (biedings)premie besloten uit hoofde van de geïnitieerde bieding van het consortium onder leiding van Gilde Buy Out Partners, dat voornemens is een exit-prijs van € 24,60 per aandeel te betalen.

Wij hebben een belang genomen in **Flow Traders**, een handelshuis dat is gespecialiseerd in de arbitrage van ETP's, *exchange traded products*. Wij zijn van mening dat deze aankoop goed past in het profiel van Add Value Fund. Flow Traders is internationaal marktleider in de facilitering van de snel groeiende handel in ETF's (exchange traded funds), waar een state-of-the-art automatisering en risk management systemen, een scherpe prijsstelling, aanzienlijke handelsvolumes en een stevige koersvolatiliteit tot aansprekende resultaten leiden. Tegen de huidige beurskoers van € 37,- achten wij het aandeel Flow Traders aantrekkelijk gewaardeerd op een getaxeerde winst per aandeel 2016 van € 2,75 en een verwacht dividend van tenminste € 1,38 – dividendrendement van 3,7%.

Bedrijfsnieuws

**Hunter Douglas**, wereldmarktleider in raambekleding en prominent aanbieder van architectonische producten zoals plafonds en gevelsystemen, rapporteerde mooie cijfers over de eerste zes maanden van 2015. De omzet daalde weliswaar met 4,8% van US\$ 1.324 miljoen naar US\$ 1.260 miljoen, maar de winst voor belasting steeg met 21,1% van US\$ 77,1 miljoen naar US\$ 93,4 miljoen. De sterke stijging in het resultaat werd gedragen door een onveranderd

krachtige groei in Noord-Amerika waar in Q2 2015 een volumetoename van 7% werd genoteerd en in H1 2015 zelfs van 11%. Deze sterke prestatie vertaalde zich naar een ruimere brutomarge voor de groep van 45,5% in Q2 2015 (42,7% in Q2 2014) en voor H1 2015 van 43,7% (H1 2014: 41,8%). De winstgevendheid in de Verenigde Staten is niet alleen de hoogste binnen de groep, daarnaast is het aandeel van raambekleding in de totale omzet toegenomen en dat segment kent een hogere marge dan de architectonische producten. Tenslotte waren er minder fabrieksverliezen door een betere bezetting van de productiecapaciteit. In de tweede thuismarkt, Europa, was sprake van een gemengd beeld. Met name de twee grootste deelmarkten, het Verenigd Koninkrijk (volume groei +5,6% in H1 2015) en de Benelux (+ 5,2%), presteerden goed, waar Duitsland (onveranderd) en Scandinavië (+3%) iets achterbleven. Hierbij past wel de nuancering dat het Verenigd Koninkrijk en de Benelux nu herstellen vanuit de recessie en dat Duitsland en Scandinavië de afgelopen vijf jaar een stabiele volumeontwikkeling lieten zien. De kleinere Europese markten, Frankrijk, Zuid-Europa (Italië, Spanje, Portugal) en Centraal-Oost Europa bevinden zich nog alle in de rode cijfers. Het Midden-Oosten, dat onder Europa ressorteert, kende een nulgroei in H1 2015. Het betreft hier voornamelijk hoogwaardige projectenbusiness, goed voor circa 5% van de Europese omzet. De ontwikkeling in de groeiemarkten van Azië en Latijns Amerika was teleurstellend. In Azië was er in Q2 2015 een volumekrimp van 16% (H1 2015: -12%). Het (lokale) management houdt evenwel vast aan een behoorlijk herstel in H2 2015 door oplevering van enkele grote infraprojecten in China. In Latijns Amerika was er een volumekrimp van 5% in H1 2015 en een valutaverlies van 17% tegen de US dollar. Dit betreft hoofdzakelijk de gang van zaken in de grootste deelmarkt Brazilië. In Latijns Amerika wordt geen verbetering verwacht in H2 2015. Aan de kostenkant valt de daling van US\$ 10 miljoen van de marketing & verkoopkosten in H1 2015 op. Deze is volledig toe te schrijven aan de invloed van valuta's (hogere US\$ en zwakkere euro). De eind vorig jaar weer opgebouwde Investment Portfolio had eind juni een omvang van US\$ 208,7 miljoen. Over H1 2015 behaalde de portefeuille een rendement van +4,7%. De winstbijdrage was US\$ 5,6 miljoen (H1 2014: nihil). In H1 2015 werd een winst per aandeel van US\$ 2,23 behaald (H1 2014: US\$ 1,86), een stijging van 20%. Als gevolg van de stijging van de dollar kwam de toename in euro's op +46%, te weten € 1,98 versus € 1,36. Het zou mogelijk moeten zijn over H2 2015 een hoger netto resultaat te realiseren dan in H1 2015, waardoor de winst per aandeel 2015 op € 4,25 - € 4,50 uitkomt. Bij de huidige beurskoers van € 38,- bedraagt de koers/winstverhouding een bescheiden 8,7 maal en komt het getaxeerde dividendrendement op 6,0% uitgaande van een onveranderde pay-out ratio van 52%.

Technologiebedrijf **TKH Group** maakte solide cijfers bekend over het eerste halfjaar van 2015. De omzet steeg met 5,1% van € 657,1 miljoen naar € 690,3 miljoen, terwijl de EBITA met 22,5% toenam van € 60,2 miljoen naar € 73,8 miljoen door een sterk verbeterde efficiency en een goede productmix. De ROS (Return on Sales) vertoonde dientengevolge een sterke stijging van 9,2% naar 10,7%. TKH meldde wel een autonome omzetsdaling van 0,5% welke het gevolg was van een lagere omzet (-5,4%) in Industrial Solutions, in het segment Manufacturing Systems in Azië, conform een eerder gemelde vertraging in de uitleveringen. Naar verwachting zal de daling in de afzet van de revolutionaire bandenbouwmachines van dochteronderneming VMI uit Epe van tijdelijke aard zijn. De signalen dat de Big 5 bandenfabrikanten (Michelin, Pirelli, Continental, Bridgestone en Goodyear) zich gaan bekeren tot de VMI-technologie worden sterker. Het is niet uit te sluiten dat deze doorbraak vanaf 2016 tot een significante omzetgroei zal leiden. In H1 2015 viel voorts de autonome omzettoename van 6,2% in Building Solutions op. Dit is vooral een vertaling van het succes van de TKH-technologie in de geselecteerde verticale groeiemarkten, zoals parkeersystemen en marine, olie & gas. De financiële verhoudingen bleven op een gezond niveau. De netto bankschulden namen ten opzichte van ultimo 2014 toe met € 121,1 miljoen naar € 286,0 miljoen. Deze toename hing samen met de squeeze out van Augustaminderheidsaandeelhouders, de acquisitie van Commend, dividendbetaling, investeringen en het vanwege cyclische invloeden hogere werkkapitaal. De Net debt/EBITDA ratio kwam uit op 1,6 en de rentedekking op 21,7, waarmee TKH ruim binnen de met de banken overeengekomen financiële convenanten opereert. De solvabiliteit bedraagt 41,3% (H1 2014: 40,8%). Het werkkapitaal steeg naar 18,3% van de omzet in vergelijking met 15,8% per medio 2014. CEO Alexander van der Lof gaf in een toelichting bij de halfjaarcijfers aan dat (grotere) acquisities momenteel geen prioriteit hebben. De kansen van de huidige portfolio om op autonome wijze verder te groeien worden als uitstekend beoordeeld. De vooruitzichten voor het tweede halfjaar laten over het algemeen een positief beeld zien. Binnen Telecom Solutions is de verwachting dat de investeringen in glasvezelnetwerken in Nederland in het komende halfjaar zich op een laag niveau zullen voortzetten. Er zijn binnen de rest van Europa en in Azië voldoende groeiperspectieven die ertoe kunnen

leiden dat er in het tweede halfjaar groei wordt gerealiseerd in dit segment. Binnen Building Solutions is de verwachting dat de verticale groeimarkten potentie hebben om verdere groei te realiseren. Daar staat tegenover dat binnen de Benelux de marktomstandigheden in de bouw- en constructiesector nog steeds uitdagend zijn, waarbij er wel een uitbodeming heeft plaatsgevonden. Per saldo wordt verwacht dat het resultaat in het tweede halfjaar beter zal zijn dan in het eerste halfjaar. De lagere orderingang in het eerste halfjaar binnen Manufacturing Systems heeft een negatief effect op de bezettingsgraad in het tweede halfjaar, waardoor het resultaat binnen Industrial Solutions, ondanks verbeteringen in andere segmenten binnen Industrial Solutions, in lijn zal liggen met het eerste halfjaar. De orderingang die sinds juli weer is toegenomen en de verwachte positieve orderingang in het tweede halfjaar, bieden een goede basis vanaf 2016. Per saldo verwacht het management, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, over geheel 2015 een nettowinst tussen € 93 en 98 miljoen (2014: € 86,3 miljoen). Dit correspondeert met een getaxeerde winst per aandeel van € 2,35 (2014: € 2,23), waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 33,70 worden gewaardeerd op 14,3x de getaxeerde winst. Gezien het sterke winstpotentieel in de komende jaren is deze waardering naar onze mening zodanig bescheiden, dat een toppositie van het aandeel TKH Group in de portefeuille alleszins gerechtvaardigd is.

**Kendrion**, wereldmarktleider in elektromagneten, rapporteerde licht tegenvallende cijfers over het eerste halfjaar 2015. De omzet nam met 6% toe van € 215,7 miljoen naar € 228,7 miljoen, terwijl de EBITA met 7% daalde van € 17,6 miljoen naar € 16,3 miljoen. De bescheiden groei was het gevolg van een verwachte teruggang in de Automotive Control Systems (ACS) divisie door het afronden van enkele projecten. Hiertegenover stond nog onvoldoende compensatie door groei elders in de organisatie, met name van industriële projecten. Hier was sprake van enig uitstel naar de tweede helft van het jaar. Gecorrigeerd voor het uifasieren van opdrachten in de ACS-divisie kwam de omzettoename uit op +9,2%. De nettowinst kwam in H1 2015 marginaal hoger uit op € 10,7 miljoen (H1 2014: € 10,5 miljoen), een stijging van 2%. Het management uitte zich voorzichtig positief ten aanzien van de tweede helft van het boekjaar. Zowel in de Industriële als in de Automotive divisie wordt groei verwacht vergeleken met dezelfde periode van 2014. In beide divisies zullen nieuwe projecten deze groei gaan ondersteunen. Gezien de vele onzekerheden in de bedrijfsomgeving onthoudt het management zich van een concrete prognose voor 2015. Wij taxeren een winst per aandeel 2015 van € 1,75 (2014: € 1,56), waarmee de aandelen Kendrion bij de huidige beurskoers van € 23,- tegen 13,1x de verwachte winst worden verhandeld. Het dividendrendement bedraagt, uitgaande van de traditionele 50% payout ratio, circa 3,8%. Kendrion heeft in de eerste helft van 2015 aanvullende marktonderzoeken gedaan en op basis van de uitkomsten hiervan een nieuwe strategie uitgezet. De onderzoeken bevestigden dat Kendrion actief is in attractieve nichemarkten die jaarlijks gemiddeld autonoom met 5% moeten kunnen groeien. De totale markt die Kendrion anno 2015 potentieel zou kunnen bedienen, heeft een totale omvang van circa € 12 miljard, waarvan 25% in Europa, 25% in Noord- en Zuid-Amerika en de resterende 50% in Azië en de rest van de wereld. Kendrion wenst zich in de toekomst te richten op specifieke deelsegmenten van de elektromagnetenmarkt met een omvang van ruim € 3 miljard, waarvan 30% betrekking heeft op industriële markten en 70% op automotive. Daarbij richt de Automotive divisie zich specifiek op de deelsegmenten *fuel systems*, *active damping*, *engine management* en *sound systems*. In de Industriële divisie zijn energie, procesautomatisering en industriële toepassingen de focusniches. In de geselecteerde niches schuift Kendrion geleidelijk op in de richting van Mechatronica, in welk deelgebied thans al 20% van de groepsomzet wordt gerealiseerd. Door specialisatie op dit gebied verwacht Kendrion een hogere toegevoegde waarde aan haar klanten te kunnen bieden, waardoor haar positie als kritische strategische leverancier wordt versterkt. De geformuleerde strategie is neergelegd in een nieuw plan voor de middellange termijn getiteld: 'Focus on markets, markets in focus' en dient Kendrion in 2018 op organische wijze te brengen naar een omzetniveau van € 550 – 600 miljoen. Uitgaande van een omzetniveau van circa € 460 mln in 2015 betekent dit een autonome omzetgroei van gemiddeld 8 à 9% per jaar. Een belangrijk(er) deel van deze groei zal moeten komen van buiten Europa, alwaar Kendrion nu nog is ondervertegenwoordigd. Als Kendrion erin slaagt in 2018 de geformuleerde EBITA-marge doelstelling van 10% (2014: 7,7%) te realiseren dan komt de winst per aandeel alsdan op circa € 2,75 per aandeel.

Eind augustus meldde Kendrion tevens de benoeming van een nieuwe CEO. De heer Joep van Beurden (55), van 2007 tot augustus 2015 CEO van CSR plc, een onderneming actief in de halfgeleiderindustrie die is overgenomen door Qualcomm, zal de heer Piet Veenema per 1 december a.s. opvolgen. Hiertoe zal op 4 november een Buitengewone

Algemene Vergadering van Aandeelhouders worden gehouden. Wij blijven Kendrion onveranderd als een van onze meest kansrijke deelnemingen beschouwen, die de komende drie jaar de opgaande trend op de S-curve succesvol moet kunnen afleggen.

Industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** rapporteerde sterke cijfers over het eerste halfjaar 2015. De omzet nam met 18% toe van € 1.054 miljoen naar € 1.244 miljoen, waarbij de autonome groei 2% bedroeg. De consolidatie van de vorig jaar overgenomen bedrijven Flamco, Impreglon en Nexus Valve bracht de additionele omzetgroei. Het proces van integratie en optimalisatie van de nieuwe aanwinsten ligt op schema. Het bedrijfsresultaat steeg met 16% van € 157,2 miljoen naar € 183,0 miljoen. Hieruit volgt een lichte daling van de operationele marge van 11,1% naar 10,8% die valt te verklaren uit de nog lagere winstgevendheid van de overgenomen bedrijven. Het management gaat in de tweede helft van het jaar voort met de implementatie van de 'Aalberts Linked Strategy' die op vier pijlers rust: een verdere focus op de core business (hetgeen impliciet de mogelijkheid van verkoop van niet-kernactiviteiten inhoudt), versterking van bestaande marktposities, verhoging van de winstgevendheid en de vrije cashflow door uitvoering van 35 Operational Excellence projecten. Dat deze projecten aanslaan blijkt uit een verbetering van de cashflow uit bedrijfsvoering van 130% in H1 2015 van € 20,6 miljoen naar € 47,4 miljoen. Aalberts Industries verwacht een verdere winstgevendende groei te realiseren in de tweede helft van het jaar. Wij menen dat de onderneming goed op koers ligt om onze winstprognose van € 1,70 per aandeel (2014: € 1,52) te realiseren. Over de eerste zes maanden van dit jaar werd reeds € 0,83 per aandeel verdiend (H1 2014: € 0,72), een stijging van 15,2%. De financiële positie van Aalberts Industries blijft sterk met een solvabiliteit van 46,9% en een leverage ratio van 2,1. Tegen de huidige beurskoers van € 27,50 wordt 16,2x de verwachte winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 2,2%.

Eind augustus heeft het vermaarde Japanse handelshuis Mitsubishi Corp. een belang van 20%-belang verworven in Olam International, een in Singapore gevestigd handelshuis actief in agricommodities. Olam, opgericht in 1989 in Nigeria, opereert in 65 landen in 44 productgroepen, waaronder koffie, cacao en noten. Mitsubishi Corp. betaalt in totaal US\$ 1,53 miljard voor het belang, in eerste instantie 332,7 miljoen nieuwe aandelen en aansluitend een 8%-belang van Olam's *founding shareholder* de Kewalram Chanrai Group. De nieuwe aandelen werden geplaatst tegen een koers van Sing\$ 2,75, hetgeen een premie van 63% ten opzichte van de laatste beurskoers van Olam impliceerde. Volgens CEO Sunny Verghese van Olam zal zijn onderneming de nieuwe middelen aanwenden om acquisities mee te financieren. In dit kader zou onze deelneming in **Acomo**, handelshuis in specerijen, noten, voedingsingrediënten, thee en eetbare zaden, een target kunnen zijn. Wij hanteren voor het lopende boekjaar een taxatie van de winst per aandeel 2015 van Acomo van € 1,45 (2014: € 1,40). Tegen de huidige beurskoers van € 20,70 worden de aandelen Acomo daarmee op 14,3x de getaxeerde winst gewaardeerd en komt het dividendrendement op 5,5% (79% pay-out ratio).

**Brunel International**, internationale detachering in Engineering, Oil & Gas, Aerospace, Automotive, ICT, Finance, Legal en Insurance & Banking, rapporteerde enigszins tegenvallende halfjaarcijfers 2015. De omzet daalde met 4% van € 681,4 miljoen naar € 650,8 miljoen, terwijl de EBIT met 34% afnam tot € 23,5 miljoen (H1 2014: € 35,6 miljoen). De grootste divisie, Brunel Oil & Gas, presteerde licht beter dan verwacht gezien de uitdagende marktomstandigheden in de sector. De omzet kwam 6% lager uit op € 452,5 miljoen (H1 2014: € 480,8 miljoen) en de EBIT daalde met 28% van € 24,2 miljoen naar € 17,5 miljoen. Het management past de capaciteit zoveel mogelijk aan naar de gewijzigde marktomstandigheden. Het aantal gedetacheerden daalde in de eerste helft van het jaar met 13% naar 6.739 (H1 2014: 7.728). Bij Brunel Duitsland was sprake van een krimp van 6% van de omzet naar € 94,5 miljoen (H1 2014: € 100,2 miljoen). De EBIT daalde met 44% naar € 6,3 miljoen verhoudingsgewijs sterk, vanwege kostenverhogingen ten behoeve van de inhuur van nieuwe accountmanagers. Dit vooruitlopend op de verwachte groei die zich vanaf juli geleidelijk lijkt te gaan manifesteren. Bij Brunel Nederland groeide de omzet met 2% van € 86,6 miljoen naar € 88,4 miljoen en daalde de EBIT met 14% naar € 4,7 miljoen, eveneens vanwege een capaciteitsuitbreiding die anticipeert op marktgroei. De Nederlandse resultaten bleven wat achter bij de marktconsensus, omdat de verwachte groei in het hoogrenderende Engineering-segment langer op zich liet wachten. CEO Jan Arie van Barneveld erkende dat de resultaten op het eerste gezicht teleurstellend waren, maar benadrukte dat de organisatie goed staat gesteld voor een herstel in de tweede helft van het jaar. De teruggang in de Energy sector heeft vooralsnog een beperkte negatieve

invloed op de groepsresultaten en de Europese divisies hebben zich de afgelopen maanden voorbereid op een periode van hernieuwde groei. De kost ging hier, met name in het tweede kwartaal, voor de baat uit. Brunel verwacht voor geheel 2015 een omzet van € 1.250 à € 1.300 miljoen te realiseren met een EBIT van € 50 à 60 miljoen. Dit komt overeen met een winst per aandeel van € 0,75 (2014: € 0,99). Omdat Brunel over een schuldenvrije balans beschikt en per medio 2015 een kaspositie van € 144 miljoen (€ 2,86 per aandeel) aanhield, verwachten wij dat het dividend van € 0,70 per aandeel zal worden gehandhaafd. Tegen de huidige beurskoers van € 15,- word 20x de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen Brunel International betaald en komt het dividendrendement op 4,7%. Voor 2016 hanteren wij, met een terugkeer van de groei, een winst van € 1,- per aandeel.

**Neways Electronics International**, actief in de Electronic Manufacturing Services (EMS) industrie, realiseerde in het eerste halfjaar van 2015 een netto omzet van € 189,1 miljoen, een stijging van 41% in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder (H1 2014: € 133,6 miljoen). Deze stijging was het gevolg van de consolidatie van BuS Group per 1 juli 2014. Autonoom daalde de omzet met 6%. Deze teruggang was vooral het gevolg van omzetverlies vanwege de brand bij het bedrijfsonderdeel in Kassel van november 2013. Kort tevoren had Neways de vestiging in Echt gesloten waar voor een tegenwaarde van € 18 miljoen werd geproduceerd. Als gevolg van de brand kwam Neways tijdelijk in problemen met haar productiecapaciteit, hetgeen tot het verlies van opdrachten leidde. Ten opzichte van de tweede helft van 2014 was evenwel weer sprake van een autonome omzetstijging van 8%. Het bedrijfsresultaat steeg met 40% naar € 5,9 miljoen (H1 2014: € 4,2 miljoen). De orderportefeuille nam met 4,6% toe in vergelijking met ultimo 2014 van € 155,9 miljoen naar € 163,0 miljoen. Er was in de EMS-markt, met name in de halfgeleidersector, een verbetering ten opzichte van de tweede helft van 2014 en er was tevens een stabielere ontwikkeling. Neways is in de eerste helft van 2015 van start gegaan met de integratie van de BuS Group. Door de overname van BuS Group is Neways een top-5 speler geworden in de Europese EMS-markt en heeft het een sterke positie verworven in de belangrijke Duitse markt. De spreiding van activiteiten naar marktsectoren is bovendien sterk verbeterd, in het bijzonder door de sterke positie van BuS in Automotive. Daarenboven voegt BuS Group nieuwe technologische capaciteit en deskundigheid toe, alsmede de mogelijkheid om binnen de gecombineerde groep 'best practices' te delen op gebieden als component- en systeemontwikkeling, procesinnovatie en productie- en supply chain management. Daarnaast zal de combinatie naar verwachting de inkoopkracht verhogen en de mogelijkheid van inkoopsynergie bieden. De combinatie kan ook steunen op lokale aanwezigheid en de bestaande productiecapaciteit van Neways in Azië, waardoor klanten van BuS Group in hogere mate concurrerende- en maatwerkoplossingen tot hun beschikking krijgen. Het aanwezige groepsbrede verbeterpotentieel zal met de introductie van het verbeterprogramma *Up to the next level*, waar de integratie van BuS Group onderdeel van uitmaakt, Neways positioneren voor toekomstige uitdagingen. De belangrijkste is ontegenzeggelijk om de operationele groepsmargin te verhogen van de huidige 3,1% naar de doelstelling van 7%. Onder andere versterking van het verkoopproces, verbetering van de operationele performance van de werkmaatschappijen, een verbetering van de ICT inrichting, alsmede een optimalisatie van inkoop en supply chain moeten tot realisatie van de doelstelling leiden. Voor de tweede helft van 2015 heeft het management het vertrouwen dat de performance van de eerste zes maanden een goede indicatie vormt voor het activiteitsniveau in het vervolg van het jaar, mede op basis van feedback van klanten. Wij taxeren een winst per aandeel 2015 van € 0,70 (voorheen: € 1,00) tegen € 0,63 over 2014. In het tweede halfjaar wordt de winstgroei versterkt door een verhoudingsgewijs lage belastingdruk vanwege beschikbare compensabele verliezen in Duitsland. Tegen de huidige beurskoers van € 8,- wordt ruim 11x de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen Neways betaald. De komende jaren moet een aanzienlijke stijging van het groepsresultaat kunnen worden bereikt, waarmee Neways haar status als vierde grootste EMS-leverancier meer glans geeft.

Wetenschappelijke uitgever **Koninklijke Brill** kende een tegenvallende eerste helft van 2015. De omzet was stabiel op € 13,0 miljoen, maar de EBITDA daalde van € 1,2 miljoen naar € 0,5 miljoen als gevolg van het gecombineerde effect van de sterkere US dollar (hogere kosten) en additionele kosten van het uitgeefprogramma van het vorig jaar overgenomen Rodopi. De omzetontwikkeling was tamelijk grillig in de eerste zes maanden van het jaar. De afzet van gedrukte boeken in de Verenigde Staten viel tegen, mede onder invloed van een consolidatie in de industrie. Daarentegen was er een groei van elektronische boekenuitgaven in de Verenigde Staten, terwijl ook de verkoop van

primaire bronnen collecties verbeterde. De tijdschriftentak had stabiele verkopen en heeft zicht op groei in de tweede helft van het jaar. Gezien de grote impact van de eindejaarsverkopen op het jaarresultaat onthoudt het management zich van een concrete prognose voor geheel 2015. Onvoorziene omstandigheden voorbehouden, wordt wel uitgegaan van enige omzetcroei. In de tweede helft van het jaar zullen enkele grotere producties worden uitgegeven en worden ook de effecten van genomen kostenmaatregelen en stafreorganisaties zichtbaar. Tevens zullen structurele maatregelen zoals een verbeterd prijsniveau, lagere fulfillment kosten en betere handelsvoorwaarden winstverbetering in de hand werken. Wij taxeren daarom een stabiele winst per aandeel 2015 van € 1,31 waaruit een onveranderd dividend van € 1,15 per aandeel kan worden uitgekeerd. Tegen de huidige beurskoers van € 24,- wordt daarmee 18,3x de winst voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en bedraagt het dividendrendement 4,8%.

ETF Liquidity provider **Flow Traders** rapporteerde krachtige halfjaarcijfers 2015. Het bedrijf noteerde netto handelsinkomsten ter grootte van € 147,4 miljoen, een toename van 140% in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder (€ 61,4 miljoen). De verhandelde tegenwaarde in ETP's steeg met 48% naar € 330 miljard (H1 2014: 223 miljard). De EBITDA kwam uit op € 77,0 miljoen, een stijging van 191% in vergelijking met H1 2014 (€ 26,5 miljoen). De EBITDA-marge verruimde van 43% naar 52% als gevolg van een relatief lage en vaste kostenbasis. Het netto resultaat kwam uit op € 60,7 miljoen waar twaalf maanden eerder € 20,5 miljoen werd genoteerd. De winst per aandeel (voor eenmalige kosten) bedroeg € 1,30 (H1 2014: € 0,66). Flow Traders keerde een interim dividend van € 0,50 per aandeel uit, waarmee de pay-out ratio op 38% uitkwam. In het tweede kwartaal van 2015 lag het activiteitsniveau op een iets lager niveau dan in Q1 2015 en was ook de marktvolatiliteit iets minder hoog. Maar op jaarbasis was nog altijd sprake van een significante groei. Voor geheel 2015 taxeren wij vooralsnog een winst per aandeel van € 2,50 (voor eenmalige kosten) waarmee de aandelen Flow Traders tegen de huidige beurskoers van € 37,- op 14,8x de verwachte winst worden verhandeld. Wij gaan uit van een pay-out ratio van 60% van de nettowinst (na eenmalige kosten), waarmee een verwacht dividendrendement van 3,3% in beeld komt.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 september 2015 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Hunter Douglas	11,8%
TKH Group	11,2%
Kendrion	10,9%
Nedap	10,7%
ASM International	9,9%
Aalberts Industries	9,2%
BE Semiconductor Industries	7,9%
Acomo	6,9%
Brunel International	6,6%
Koninklijke TenCate	3,9%
Overige 5 belangen	9,1%
Liquiditeiten en overige	1,9%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

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

Vooruitzichten

Het marktbeeld wordt begin september gedomineerd door grote onrust op de Chinese aandelenmarkt die is overgeslagen op de westerse aandelenmarkten. Er wordt rekening gehouden met een wereldwijde vertraging in het economische groeitempo, waardoor grondstofprijzen onder druk blijven staan. Vooralnog blijven West-Europa en de Verenigde Staten echter solide groeicijfers tonen, zodat, naar onze mening, thans sprake is van enigszins overdreven koersreacties.

Nu het seizoen van de rapportage van de halfjaarcijfers is afgesloten zien wij over het algemeen een tevredenstellende ontwikkeling bij onze deelnemingen die zich heeft vertaald in een goede gang van zaken in de eerste zes maanden van het lopende boekjaar. Daarmee is een solide basis gelegd voor een voorspoedige omzet- en winstgroei in geheel 2015. Onder voorbehoud van externe excessen op geopolitiek en/of valutair gebied voorzien wij een gunstige ontwikkeling van de resultaten in het lopende halfjaar.

Voor geheel 2015 voorzien wij, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een ruime dubbelcijferige gemiddelde winstgroei in onze portefeuille, waarbij het effect van mogelijk omzet- en winstverhogende acquisities nog niet is inbegrepen.

De portefeuille van Add Value Fund combineert een op winstgroei en waardecreatie gerichte selectie van internationaal vooraanstaande kwaliteitsondernemingen met een aantrekkelijk en duurzaam dividend. Dit vertaalt zich momenteel naar uiterst aantrekkelijke waarderingen en aanvangsrendementen.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2015 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 12,6 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,3%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 2 september 2015