

MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2015

Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt toonde een scherp technisch koersherstel in oktober na de zwakke performance van de voorgaande periode. De AEX-index steeg met 9,9% naar 462,12, de Amsterdam Midkap Index klom 12,3% op 697,04 en de Amsterdam SmallCap Index sloot 6,1% hoger op 764,21.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in oktober met 9,0% van € 35,16 naar € 38,33. Het netto totaalrendement over de eerste tien maanden van 2015 bedraagt daarmee +18,7%.

Het fondsvermogen per 2 november 2015 bedraagt € 64,1 miljoen, waarvan een bedrag van € 63,7 miljoen is belegd in 16 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 2 november 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 38,52
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 38,33
Fondsvermogen	€ 64.111.477
Aantal uitstaande aandelen	1.672.580

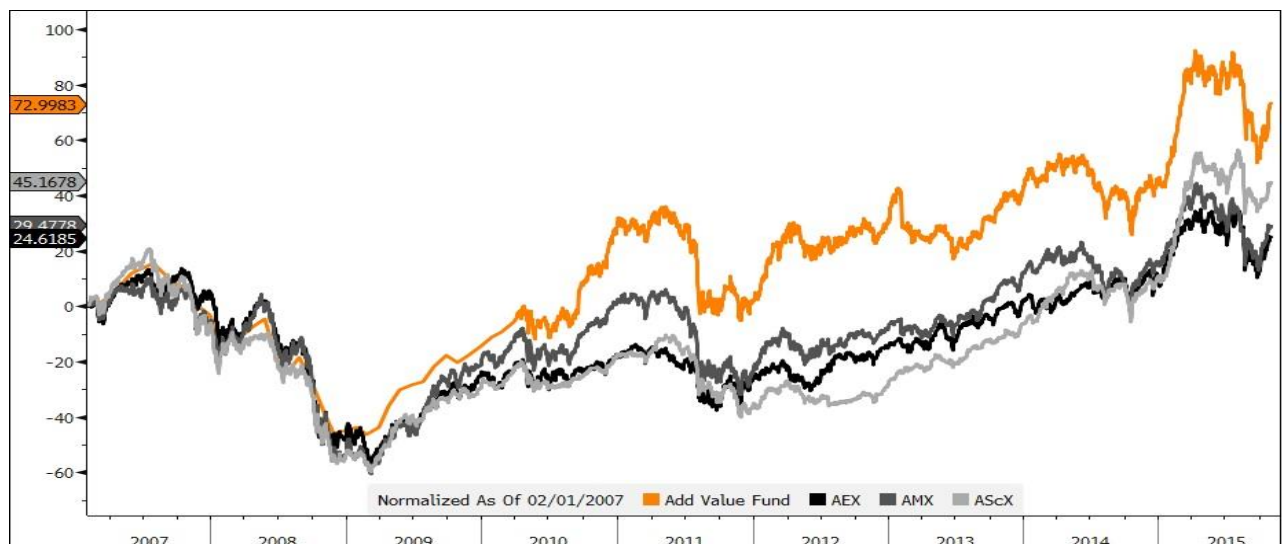
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	Cum.
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+18,65	+69,32
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+12,02	+24,62
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+11,46	+29,48
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+30,49	+45,17

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/10/2015

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/10/2015)

Peildatum: 30/10/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Accell Group	+48,9	+13,7	-5,0	-0,9
2.	TKH Group	+42,5	+4,0	-11,9	+6,5
3.	Aalberts Industries	+39,2	+6,8	+3,4	+11,7
4.	Koninklijke TenCate	+37,0	+18,5	+0,2	+1,5
5.	BE Semiconductor Ind.	+29,9	-22,7	-9,2	+42,2
6.	Acomo	+27,7	-9,5	-2,6	+11,7
7.	Hunter Douglas	+14,0	-12,7	-3,2	-0,6
8.	ASM International	+9,0	-19,8	-15,1	+20,3
9.	Nedap	+8,3	-5,9	-11,6	+4,8
10.	Neways Electronics Int.	+2,3	-10,3	-3,5	+5,1
11.	Kendrion	-1,6	-21,4	-19,5	+0,9
12.	Koninklijke Brill	-4,1	-9,9	-14,0	-2,5
13.	Brunel International	-4,6	-6,7	-4,3	+12,7
14.	Koninklijke Vopak	-8,5	-21,9	-23,2	+2,5
15.	Lucas Bols	-.	+5,6	+14,9	+8,6
16.	Flow Traders	-.	-.	-5,3	+1,8

- In oktober realiseerden 13 van de 16 deelnemingen (= 81%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 10 van de 14 (exclusief Lucas Bols en Flow Traders) ondernemingen (= 71%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **ASM International** en **BE Semiconductor Industries** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze sterke performance volgde op een significante underperformance in de voorgaande twee maanden. Zowel ASMI als BESI kondigden een aandeleninkoopprogramma aan waar wij in voorgaande maanden al op aandrongen;
- De minder liquide aandelen, **Accell Group**, **Hunter Douglas** en **Koninklijke Brill**, presteerden in oktober benedengemiddeld. Deze underperformance volgt op een periode van relatieve outperformance.

Mutaties in de portefeuille

In oktober hebben wij het belang in **Lucas Bols** uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas, wereldmarktleider in raambekleding (o.a. Luxaflex) en prominent aanbieder in plafond- en gevelsystemen, publiceerde redelijke cijfers over het derde kwartaal 2015. De omzet daalde weliswaar met 5,5% van US\$ 688,3 miljoen naar US\$ 650,7 miljoen als gevolg van de sterke dollar ten opzichte van de overige valuta's, maar de EBIT steeg met 11,8% van US\$ 53,2 miljoen naar US\$ 59,5 miljoen. Dat het nettoresultaat met 6,4% daalde van US\$ 33,0 miljoen naar US\$ 30,9 miljoen, was het gevolg van een negatieve bijdrage van US\$ 12,9 miljoen uit het resultaat van de Investment Portfolio die vanaf november 2014 werd opgebouwd en een hogere belastingdruk van 30% (Q3 2014: 22%) door een relatief hoge winstbijdrage uit Noord-Amerika. In deze regio, waar 47% van de groepsomzet wordt gerealiseerd, presteerde HD wederom excellent met een volumegroei van 6%. Daarentegen vielen Europa (36% groepsomzet) en Azië (7%) enigszins tegen met een volumekrimp van respectievelijk 1 en 2%. Zoals verwacht bleven de resultaten in Latijns Amerika (7% groepsomzet) achter door de invloed van de zeer zwakke lokale valuta (-29% ten opzichte van de US\$). Het management verwacht voor het laatste kwartaal van het jaar een verbetering van de marktomstandigheden in de Verenigde Staten en Azië, ziet een voortgaande groei in het Verenigd Koninkrijk en een stabiele marktgeving in Europa. Daarentegen wordt rekening gehouden met een verdere verslechtering in Latijns

Amerika. Wij passen onze taxatie van de winst per aandeel 2015 neerwaarts aan van € 4,35 naar circa € 4,00 (2014: € 2,71). Enerzijds op grond van de ongewisse invloed van het resultaat van de Investment Portfolio op de nettowinst, anderzijds omdat wij een aanvullende reorganisatievoorziening in Q4 2015 niet geheel uitsluiten. Tegen de huidige beurskoers van € 38,- wordt thans minder dan 10x de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen Hunter Douglas betaald en bedraagt het verwachte dividendrendement 5,3% uitgaande van een 50% pay-out ratio.

Op dinsdag 6 oktober brachten wij een bedrijfsbezoek aan VMI, de Veluwsche Machine Industrie, onderdeel van de **TKH Group**, de tweede grootste holding in onze portefeuille. VMI ontwikkelt en bouwt machines voor met name de autobandenindustrie en is daarmee de onbetwiste wereldmarktleider in dit segment. Op jaarbasis worden er wereldwijd ongeveer 1,2 miljard autobanden geproduceerd waarvan circa 20% met de innovatieve 'high tech' machines van VMI. TKH nam VMI in 1984 over. Destijds bedroeg de jaaromzet circa € 6 miljoen. Dertig jaar later is dit gegroeid tot € 300 miljoen, waarbij de aantekening dat deze toename hoofdzakelijk via de weg van organische groei is gerealiseerd. De periode 2008 - 2010 kan worden bestempeld als een kantelpunt in de strategische positionering van VMI. Tot die tijd was de onderneming redelijk succesvol geweest met de 248-bandenbouwmachine, die echter uitontwikkeld raakte. Daarop besloot het management met een versimpelde kostenefficiënte versie (de 245) de Chinese groeiemarkt open te breken. Er werd lokaal geproduceerd en 85% van de onderdelen werden lokaal ingekocht. Een cruciale vereiste was voorts dat de VMI-kwaliteit ook in China kon worden gegarandeerd, met andere woorden dat alle processen naadloos op elkaar waren afgestemd. Al met al een enorme operatie, die echter een doorslaand succes opleverde. Vanaf 2010 werd een recordaantal machines geproduceerd en steeg het marktaandeel in het outsourcingsegment van de bandenbouwindustrie naar 70%. Naast de Chinese krachttoer besloot TKH in 2010 tot een verdubbeling van de R&D-capaciteit bij VMI. Van de circa 1.250 medewerkers zijn er nu 300 engineers. Hiermee werd de basis verstevigd om de volgende generatie machines sneller en efficiënter te kunnen leveren. Daarbij stond een aantal principes centraal: maximale output, maximale nauwkeurigheid en 'hands-off, eyes-off', ofwel: invloed van de mens op kwaliteit en output van de productie wegnemen. Onder de verzamelnaam 'MAXX-technologie', waartoe ook de introductie van een nieuwe volautomatische bandenbouwmachine behoorde, ontwikkelde VMI bijvoorbeeld een totaal nieuwe snijmachine, de EdgiQ. De R&D-afdeling ontwikkelde het idee van een rolsnijder, een soort pizzames aangestuurd met een servomotor. Hiermee werd een grote bijdrage aan de verhoging van de productiecapaciteit bereikt, niet zozeer vanwege grotere geproduceerde aantallen, maar vooral door minder stilstand van de machine (geen omsteltijden) en minder materiaalverlies. Een vergelijkbare redenering ligt ten grondslag aan de manier waarop VMI de verschillende stappen in het productieproces van een band is gaan integreren. Alles wat tussentijds moet worden opgeslagen, omdat productiestappen niet op elkaar aansluiten, kost immers tijd en geld. Daarom kwam de R&D-afdeling met het Modular Type Manufacturing (MTM) concept. In deze machine zijn alle processtappen geïntegreerd, van grondstof tot banden, met als ultiem voordeel dat er veel meer flexibiliteit ontstaat. Zijn er bijvoorbeeld 50 banden benodigd van een ander type? Dan behoeft het productieproces niet te worden stilgelegd om andere componenten in te voeren, het kan met hetzelfde basismateriaal. VMI werkt al jaren met eigen cameratechnologie, waarbij sensoren onder meer de precieze plaatsing van het rubber bewaken. Deze visiontechnologie ontwikkelt VMI in samenwerking met TKH-zusterbedrijf NET uit Duitsland, waardoor concurrenten geen toegang hebben tot deze technologie. Een productiesysteem is bij VMI een cyber-physical system (CPS), een fysieke entiteit die verbonden is met datatechnologie, sensoren, algoritmes, etc. Dat leidt tot naadloze integratie van de VMI-machines met de mens, de operator die het systeem bedient, en met het bedrijfsnetwerk van de klant. Ook dat is een competentie van VMI: het bedrijf staat erom bekend dat het zeer goed in staat is om productiesystemen te integreren in de productiecentra van de klant. Elk productiesysteem bestaat voor een deel uit standaardonderdelen en uit onderdelen die klant-specifiek zijn. In feite wordt het 'overcomplete' ontworpen: er zijn meer onderdelen dan in welke afzonderlijke toepassing dan ook nodig zijn, en de engineering van een specifiek bandenbouwsysteem behelst onder meer het weglaten van onderdelen. Door slim te organiseren kan klant-specifiek maatwerk worden geleverd zonder dat onnodig veel uren behoeven te worden gespendeerd. VMI produceert bandenbouwsystemen in Epe, Yantai in China en sinds kort in Polen. Sommige onderdelen worden in China geproduceerd en in Nederland en Zuid-Amerika (Brazilië) geassembleerd. Andere onderdelen, die gevoelige kerntechnologie bevatten, worden alleen in Epe gemaakt en van daaruit verscheept.

De groeistrategie van VMI heeft zich vanaf medio 2012 vertaald in een krachtige omzetgroei. Over geheel 2013 werd een autonome omzettoename van 13,8% gerealiseerd, waarbij de orderintake in H2 2013 naar € 160 miljoen steeg. Het jaar 2014 was ronduit spectaculair met een omzetgroei van 42,4% welke volledig autonoom was. Door de geavanceerdheid van de nieuwe technologie werd een versnelling gerealiseerd in het vervangen van bestaande productiecapaciteit bij klanten in de bandenbouwindustrie. Met name in Azië zette deze versnelling door, waarbij ook investeringen in capaciteitsuitbreiding de groei ondersteunden. De orderintake voor geheel 2014 kwam uit op bijna € 400 miljoen, een nieuw record. De orderingang in H2 2014 lag wat lager dan in het eerste halfjaar doordat de investeringen in Azië temporiseerden in vergelijking met de extreme vraag in het eerste halfjaar. Het was bovendien zeer positief dat de omzet en orderintake binnen de Top-5 bandenbouwers (Michelin, Pirelli, Continental, Goodyear en Bridgestone) in lijn toenam met die van de overige klanten. In de eerste helft van 2015 werd VMI geconfronteerd met terughoudendheid bij Chinese bandenbouwproducenten voor investeringen door importheffingen voor hun banden in de Verenigde Staten die in het vierde kwartaal van 2014 inzette. Dit leidde tot een lagere orderintake van respectievelijk € 85 miljoen in Q1 2015 en van € 60 miljoen in Q2 2015. Buiten China groeide de orderintake en omzet overigens in lijn met de verwachtingen. Per saldo was er een omzetsdaling van 6,1% in vergelijking met het extreem sterke eerste halfjaar 2014. Naar verwachting zal de terughoudendheid bij Chinese klanten in H2 2015 afnemen door acties om productiecapaciteit te verplaatsen naar andere landen. Door een hoge orderintake sinds begin juli en goede vooruitzichten voor een toename van de vraag buiten China, zal de orderintake in het lopende halfjaar vermoedelijk hoger zijn dan in H1 2015. TKH meldde expliciet dat er verdere stappen zijn gezet in de positionering binnen de Top-5 bandenbouwers, echter met nog een beperkt effect in de orderintake en omzet in H1 2015. Het is voorts van belang dat VMI intussen volop werkt aan de ontwikkeling van een nieuwe generatie bandenbouwtechnologie waarmee niet alleen een band wordt geassembleerd, maar ook de productie van componenten die in de band worden toegepast in één systeem zijn verenigd. Dit systeem verwacht VMI onder de naam UNIXX binnen drie jaar op de markt te kunnen introduceren. De marktprijs van dit nieuwe geïntegreerde systeem zal ongeveer driemaal zo hoog zijn als die van de huidige systemen. Op de korte termijn (H2 2015) zal de lagere orderintake in H1 2015 een negatief effect op de bezettingsgraad in het tweede halfjaar uitoefenen, waardoor de winst van het overkoepelende segment Industrial Solutions in H2 2015 naar verwachting rond het niveau van de eerste jaarhelft zal liggen. Voor 2016 en volgende jaren heeft VMI echter een ijzersterke basis gelegd voor verdere groei van omzet en winst. Daarbij spelen de volgende trends in de bandenbouwindustrie in het voordeel van de onderneming:

- Een hoge prioriteit in de industrie voor vervanging van bestaande technologie met nadruk op hoge productiviteit, kwaliteitsverbetering en kleinere batches;
- In de bandenbouwindustrie is het aantal bandenmaten voor personenwagenbanden in het afgelopen decennium meer dan vertienvoudigd, hetgeen vraagt om flexibelere productiemethoden;
- Innovaties zijn noodzaak geworden om de werkkapitaalbehoefte in de supply chain van de bandenbouwindustrie terug te dringen;
- De trend naar steeds grotere bandenafmetingen en naar veiligere, kwalitatief betere banden leidt tot een behoefte aan nieuwe productietechnologieën;
- Ruim 70% van het bestaande machinepark aan bandenbouwmachines is ouder dan 15 jaar;
- Door de hoge grondstofprijzen in de bandenbouwindustrie is er behoefte aan een efficiënter materiaalverbruik bij de productie van de banden. De stijgende loonkosten leiden ertoe dat er vraag is naar systemen met een hogere productiviteit en operator-onafhankelijkheid.

TKH meldde over 2014 een omzet voor VMI van € 338,5 miljoen. In de door het management gepresenteerde groeiscenario van de zeven verticale groeimarkten staat voor bandenbouw een verdere groei geprogrammeerd in de richting van € 450 – 550 miljoen in de komende 3 – 5 jaar. Daarmee blijven bandenbouw en VMI met voorsprong TKH's grootste verticale groeimarkt. TKH geeft geen afzonderlijke EBITA-cijfers van VMI, maar volstaat met de geaggregeerde cijfers van de overkoepelende Industrial Services divisie, waarin ook het segment Connectivity is opgenomen. In 2014 realiseerde Industrial Solutions een return on sales (ROS) van 13,4%, te weten een EBITA van € 91,6 miljoen op een omzet van € 683 miljoen. In H1 2015 daalde de omzet weliswaar met 4% van € 334,3 miljoen naar € 324,0 miljoen,

maar steeg de EBITA met 4,0% van € 41,1 miljoen naar € 42,7 miljoen. Hierdoor steeg de ROS in deze periode van 12,3% naar 13,3%.

Wij zijn van mening dat VMI de komende jaren de sterke winstgroei van TKH Group zal blijven aanjagen. De door het management geprojecteerde aannames voor de omzetgroei in de komende 3 – 5 jaar lijken zeer conservatief, maar zijn ingegeven door de traditionele terughoudendheid bij de Top-5 om in-house productie extern uit te besteden. Wij sluiten niet uit dat in deze opstelling de komende jaren verandering komt.

Vooralsnog handhaven wij onze taxaties van de winst per aandeel TKH Group van 2015 en 2016 op respectievelijk € 2,35 en € 2,75 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 34,80 wordt daarmee 12,7x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen TKH Group betaald. Het verwachte dividendrendement laat zich berekenen op 3,6%, uitgaande van een 45% pay-out ratio.

ASM International, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde derde kwartaalcijfers 2015 die per saldo goed overeenkwamen met de gemiddelde marktverwachting. De omzet bedroeg € 162,0 miljoen, een stijging van 33% in vergelijking met Q3 2014. De brutomarge van 43,7% lag licht hoger dan de marktverwachting van 43,4%. Het bedrijfsresultaat kwam uit op € 23,2 miljoen, een stijging van 35% ten opzichte van Q3 2014. Het netto resultaat van € 42,4 miljoen werd voor een bedrag van € 9 miljoen positief beïnvloed door een belastingteruggaaf. Toch bleef het netto resultaat bijna € 20 miljoen achter bij dat van Q3 2014 (€ 60,2 miljoen) door een fors lagere bijdrage van 40%-deelneming ASM PT van € 8,1 miljoen (Q3 2014: € 30,7 miljoen). De orderintake lag met € 148 miljoen ruim boven de gemiddelde verwachting van € 137 miljoen. ASMI voorspelt voor Q4 2015 een omzet binnen een bandbreedte van € 125 - 145 miljoen. De verwachte orderintake zal volgens het management op € 120 – 140 miljoen uitkomen. De liquide positie bedroeg ultimo september € 428 miljoen, hetgeen ruim 10% hoger was dan een kwartaal eerder (€ 386 miljoen). Mede gezien deze riant netto kaspositie – ASMI heeft geen schulden op de balans – kondigde de onderneming wederom een aandeleninkoopprogramma aan van € 100 miljoen, identiek aan dat van een jaar geleden. Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel 2015 en 2016 op respectievelijk € 3,05 en € 3,25 (2014: € 2,49). Tegen de huidige beurskoers van € 36,40 wordt thans 11,2x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen ASMI betaald. Gezien de leidende positie van ASMI op de kansrijke markt van (Plasma-Enhanced) Advanced Layer Deposition (PE)-ALD) achten wij dit een zeer bescheiden waardering. Wij houden er tenslotte rekening mee dat ASMI de contante dividenduitkering over 2015 zal verhogen tot € 1,00 per aandeel (2014: € 0,60). De hogere uitkering zou corresponderen met een dividendrendement van 2,7%.

Wij waren aanwezig bij een bedrijfsbezoek aan **Kendrion** in Zuid-Duitsland bij de bakermat van de elektromagnetenfabricage in de fabriek in Villingen. In 1997 kocht het toenmalige Schuttersveld, de rechtsvoorganger van Kendrion, Binder Magnete dat destijds een omzet had van circa € 25 miljoen. Inmiddels is deze omzet verviervoudigd en zijn bij de onderneming 430 medewerkers actief. Tijdens het bezoek werd een nadere toelichting op de bedrijfsstrategie gegeven, waarbij duidelijk werd dat Kendrion vanaf volgend jaar naar verwachting een versnelling van het groeitempo moet kunnen realiseren. Wij bezochten de business units *Industrial Drive Systems* en *Passenger Car Systems*. De synergiën tussen beide onderdelen zijn te vinden op de gebieden R&D, het delen van kantoorruimte en overige gemeenschappelijke diensten, alsmede inkoop. De structuur van de afzet is echter zeer verschillend. De eindmarkten van Passenger Car Systems (PCS) zijn de grote Duitse automotieve klanten, waaraan grotere volumes via geautomatiseerde productie worden geleverd. Daarentegen onderscheidt Industrial Drive Systems (IDS) een groot aantal kleinere afnemers, waarvoor kleinere aantallen, vaak nog op basis van handwerk, worden geproduceerd. In dit laatste segment wordt wel gestreefd naar een verdere automatisering, die voor een deel reeds volgend jaar zijn beslag zal krijgen. IDS realiseerde over 2014 een omzet van € 53,7 miljoen, een toename van ruim 13% ten opzichte van 2013. De afgelopen tien jaar is deze omzet nagenoeg verdubbeld. Kendrion heeft gekozen voor enkele marktniches om de groei de komende periode te versnellen. Met name de wereldmarkt voor liften, die jaarlijks met meer dan 10% groeit en waar Kendrion nog slechts een bescheiden marktaandeel van 2-3% heeft, is een speerpunt. Momenteel wordt de productie voor de grootste klant, het Zwitserse Schindler, geleidelijk opgevoerd. Kendrion streeft ernaar op termijn een marktaandeel van 10% veilig te stellen. Een tweede nichemarkt is die van servo motoren, waarvan de wereldmarkt een omvang van € 50 miljoen heeft bij een jaarlijkse groei van 9%. Kendrion beoogt het marktaandeel in dit segment te laten

groeien van de huidige 44% naar 50%. Tenslotte is er het segment van de a-synchrone motoren met een omvang van € 125 miljoen en een jaarlijkse groei van circa 6%. Kendrion wil hier naar een aandeel van 5% (thans 1%).

De business unit Passenger Cars genereert ruim 40% van Kendrion's omzet en is daarmee het grootste segment. Ook hier heeft Kendrion een vijftal marktniches geselecteerd, waar het de komende jaren fors wil expanderen, te weten brandstofsysteemen, veersysteemen, motormanagement, geluidsystemen en Human Machine Interface. De zogenaamde *market drivers* zijn Emerging Markets (Kendrion volgt de grote Duitse autofabrikanten), de tendens tot standaardisering (hogere kwaliteit tegen lagere kosten) en optimalisatie van de motor (lager energieverbruik). Via deze nichebenadering verwacht Kendrion een hogere dan gemiddelde jaarlijkse omzetgroei te realiseren. Volgens een marktonderzoek van Roland Berger zal de wereldmarkt van lichte voertuigen de komende 10 jaar met gemiddeld 2,4% per jaar groeien. Kendrion heeft dit jaar als doelstelling een omzet van € 550 – 600 miljoen in 2018 gepresenteerd, hetgeen neerkomt op een jaarlijkse gemiddelde (autonome) omzettoename van 6,5 à 10%. Op korte termijn worden omzet- en winstgroei nog gedrukt door het uifasieren van projecten in het segment Automotive Control Systems (ACS), maar vanaf H2 2015 zal dit effect meer en meer worden gecompenseerd door het van start gaan van nieuwe opdrachten. De grootste is een project voor de Duitse schokdemperproducent Bilstein. De totale waarde ervan bedraagt uiteindelijk meer dan € 300 miljoen, met aanvankelijk productie in Europa en vanaf 2017 ook in de Verenigde Staten. Anderzijds houden wij rekening met enige omzet- en margedruk vanwege de crisis bij Volkswagen (VW) en de groei afzwakking in China. VW is met een direct en indirect omzetaandeel van circa € 60 miljoen de grootste klant van Kendrion, goed voor circa 13% van de totale omzet. Een 10% omzetzaling bij VW vertaalt zich in een omzetreductie van een kleine 2% bij Kendrion; anderzijds zou een lager VW-omzetaandeel weer (deels) kunnen worden gecompenseerd door een hogere omzet bij concurrerende automotive producenten die ook klant zijn van Kendrion. De directe exposure naar China is met een bestaande omzet van € 20 miljoen beperkt, maar indirect, via exporten uit Duitsland, veel groter.

Resumerend menen wij dat Kendrion de structurele omzet- en resultaatgroei van de laatste jaren moet kunnen vasthouden. Wij handhaven onze winsttaxatie van circa € 1,65 per aandeel voor het lopende jaar (2014: € 1,56) en passen de prognose voor 2016 licht neerwaarts bij naar € 1,85 (voorheen: € 1,90). Tegen de huidige beurskoers van € 19,85 wordt slechts 10,7x de getaxeerde winst 2016 voor aandelen Kendrion betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt alsdan 4,7%.

Industrieel dienstverlener en technologieconcern **Aalberts Industries** publiceerde een kwalitatief bericht over de ontwikkelingen in het derde kwartaal 2015. Zowel omzet als resultaat stegen ten opzichte van dezelfde periode in 2014, waarbij tevens autonome groei werd bewerkstelligd. Met de implementatie van de Operational Excellence projecten werd goede progressie geboekt. De overname van Ventrex Automotive GmbH werd per 1 oktober afgerond. Met 145 medewerkers realiseert deze Oostenrijkse onderneming een jaaronzet van ruim € 50 miljoen op het gebied van ventielen voor air conditioning in auto's, CNG (compressed natural gas) regulatoren, alsmede compressoren voor de landbouw- en zware machine-industrie. Ventrex is veelal Europees en wereldmarktleider in de verschillende onderscheidende niches en is dan ook Tier 1 en 2 leverancier voor alle grote Duitse automerken. Elders rapporteerde Aalberts in de verschillende business segmenten over het algemeen een gunstige ontwikkeling. In *Building Installations* worden in sommige Europese markten de eerste tekenen van een hogere activiteit waarneembaar, terwijl in Noord-Amerika een goed resultaat werd gerealiseerd door een verbeterde sales- en marketingaanpak. De omzet en resultaten in *Climate Control* stegen met name door integratie van het vorig jaar overgenomen Flamco. In *Industrial Controls* was sprake van een gemengd beeld. Aalberts ondervond hier wel tegenwind op de markten van district energy en olie & gas. In *Industrial Services* bereikte Aalberts goede voortgang met de integratie van Impreglon, dat in Q4 2014 werd overgenomen. In de marktsegmenten turbine & aerospace in Noord-Amerika en automotive in Oost-Europa werden goede resultaten geboekt. Wat betreft de prognose voor geheel 2015 handhaaft het management de eerdere uitspraak dat verdere duurzame winstgevendende groei zal worden gerealiseerd. Wij taxeren voor het lopende jaar een winst per aandeel van € 1,75 (2014: € 1,52), terwijl wij voor 2016 inzetten op € 1,90. Tegen de huidige beurskoers van € 29,50 worden de aandelen Aalberts Industries daarmee op 15,5x de getaxeerde winst 2016 gewaardeerd. Op basis van een 30% pay-out ratio komt het dividendrendement alsdan op bijna 2%.

BE Semiconductor Industries (BESI), leverancier van back-end machines aan de halfgeleiderindustrie rapporteerde over het derde kwartaal 2015 een omzet van € 72,1 miljoen, hetgeen paste binnen de begin september geïndiceerde bandbreedte van € 70 – 75 miljoen. BESI verraste in positieve zin met een brutomarge van 48,7% waar eerder werd uitgegaan van 45 – 47%. Deze hogere brutomarge was het gevolg van een gunstige valuta-omrekening, met name een zwakke Maleisische Ringgit ten opzichte van de euro, kostenvoordelen uit de Aziatische supply chain en de eerder aangekondigde transfer van personeel van Zwitserland naar China. Als gevolg van de hoge brutomarge kwam de EBIT uit op € 6,4 miljoen, waar slechts € 3,6 miljoen werd verwacht. Bovendien bleek de orderingang van € 74,9 miljoen belangrijk hoger te liggen dan de marktconsensus van circa € 60 miljoen. De afgenomen orderintake in advanced packaging en automotive werd deels gecompenseerd door groei in TCB, *die sorting* en *singulation* en *plating* orders. Mede hierdoor was de prognose van het management voor de omzet in het vierde kwartaal 2015 (in de bandbreedte -10% tot +10% in vergelijking met Q3 2015) eveneens hoger dan de marktverwachting. Per 30 september jl. beschikte BESI over een netto kaspositie van € 109 miljoen, ofwel ruim 13% van de huidige beurswaarde. Verder meldde de onderneming sinds 25 september 81.581 aandelen te hebben ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 15,33. Hiermee heeft BESI ruim 8% van de beoogde 1 miljoen aandelen – overeenkomend met 2,5% van de uitstaande aandelen – ingekocht.

Wij hebben de taxatie van de winst per aandeel 2015 gehandhaafd op € 1,15, zoals vastgesteld na de omzetwaarschuwing van begin september. Voor 2016 voorzien wij bij de huidige marktinzichten een licht herstel naar € 1,25 per aandeel, omdat dan de volle kostenbesparingen tot uiting komen. Tegen de huidige beurskoers van € 19,80 wordt aldus 15,8x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen BESI betaald. Bij een veronderstelde pay-out ratio van 60 tot 80% komt het dividendrendement alsdan op 3,8 tot 5,1%.

Acomo, internationaal handelshuis in soft commodities, publiceerde een summier *trading update* over het derde kwartaal 2015. De verkopen tot en met september bedroegen € 506 miljoen, hetgeen 11% hoger is dan over dezelfde periode van 2014. Ook het bedrijfsresultaat over Q3 2015 steeg in vergelijking met dat van hetzelfde kwartaal 2014. De gemelde omzetstijging impliceert een versnelling ten opzichte van de halfjaarcijfers, toen de omzettoename 8,3% bedroeg. Op halfjaarbasis werd eind juli een stabiele EBITDA van € 27,7 miljoen gerapporteerd. Ondanks de omzet- en winstverbetering in Q3 handhaaft het management de eerdere prognose van een netto resultaat voor geheel 2015 op het niveau van 2014. Wij zien ook geen reden om onze taxaties te wijzigen. Wij hanteren een winst per aandeel van € 1,45 voor het lopende jaar (2014: € 1,40) en van € 1,55 voor 2016. Indien het management de hoge pay-out ratio van 78% handhaaft, komt bij de huidige beurskoers van € 22,70 een dividendrendement van ruim 5% in zicht.

Brunel International, internationale detachering in Engineering, Oil & Gas, Aerospace, Automotive, ICT, Finance, Legal en Insurance & Banking, rapporteerde de derdekwartalcijfers 2015. Bij een 17% lagere omzet van € 290,9 miljoen (Q3 2014: € 348,5 miljoen) werd een 25% lagere EBIT van € 15,0 miljoen geboekt (Q3 2014: € 20,0 miljoen). Deze daling is de reflectie van de moeilijke omstandigheden in de Olie & Gassector, waar Brunel wereldmarktleider is op het gebied van *white collar* detacheringdiensten. De omzet in *Energy* daalde met 16%, mede onder invloed van een zwakke Australische dollar en Russische roebel. Het werknemersbestand werd met 4% teruggebracht, conform de strategie om de capaciteit in lijn te brengen met de lagere marktvraag. Daarentegen was er in Q3 2015 een negatief vertaaleffect van de zwakkere US dollar naar de euro, waar dat in het eerste halfjaar 2015 nog positief uitwerkte. Zoals verwacht was er een positieve ontwikkeling in de detacheringmarkten van Nederland en Duitsland. In Nederland bedroeg de omzetstijging 8%, waarbij de voornaamste groei werd gerealiseerd in IT, Finance en Juridische zaken. In Duitsland ontstaat na jaren van stagnatie/krimp weer zicht op groei vanaf Q4 2015. In Q3 2015 was er een afnemende omzetzdaling in vergelijking met Q3 2014 van 3%. Brunel verlaagde voor geheel 2015 de omzetverwachting van € 1.250 à € 1.300 miljoen naar € 1.225 à € 1.275 miljoen vanwege de gewijzigde valuta-invloed. Daarentegen bleef de getaxeerde EBIT van € 50 à 60 miljoen gehandhaafd. Deze prognose komt overeen met een winst per aandeel van circa € 0,75 (2014: € 0,99). Omdat Brunel over een schuldenvrije balans beschikt en per medio 2015 een netto kaspositie van € 144 miljoen (€ 2,86 per aandeel) aanhield, verwachten wij dat het dividend van € 0,70 per aandeel zal worden gehandhaafd. Voor 2016 gaan wij uit van een terugkeer van de winst per aandeel naar € 1,00. Tegen de huidige beurskoers van € 17,50 wordt 17,5x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen Brunel International betaald –

gecorrigeerd voor de netto kaspositie echter slechts 14,6x – en komt het dividendrendement op 5,7%, uitgaande van een 100% pay-out ratio.

Drankenproducent Nolet Holding, het bedrijf achter het jenevermerk Ketel 1, heeft het belang in de beursgenoteerde concurrent/collega **Lucas Bols** significant uitgebreid van minder dan 3,5% tot circa 21%. De aandelen zijn overgenomen van AAC Capital, de private equity investeerder die Bols in februari van dit jaar naar de beurs bracht. De investeringsmaatschappij van de familie Nolet benadrukte dat er geen plannen zijn om ook een bod op de overige aandelen uit te brengen. De deelneming in Bols wordt gezien als een interessante investering voor de lange termijn in een goed geleid en financieel gezond bedrijf. Wanneer Nolet een belang van meer dan 30% in Lucas Bols zou verkrijgen, wordt de onderneming verplicht om een openbaar bod op de resterende aandelen uit te brengen. De handelwijze van Nolet roept herinneringen op aan de manier waarop de Duitse miljardairsfamilie Reimann twee jaar geleden DE Masterblenders 1753, eigenaar van Douwe Egberts, overnam. Na verwerving van een klein belang bouwde de familie vervolgens haar positie uit om nog geen jaar na de beursgang met een openbaar bod te komen. Financiering hoeft voor de familie Nolet geen probleem te zijn: in 2008 ging Nolet een distributieovereenkomst aan met het Britse drankenconcern Diageo, waarbij het een bedrag van \$ 900 miljoen ontving in ruil voor een 50%-belang in Ketel One Vodka. Wij hebben ons belang in Lucas Bols na deze transactie uitgebreid. Tegen de huidige beurskoers van € 19,50 wordt 12,8x de getaxeerde winst 2015/16 van € 1,52 voor de aandelen betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt circa 3,9%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 november 2015 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Hunter Douglas	11,5%
TKH Group	10,7%
ASM International	10,3%
Nedap	10,3%
Kendrion	9,6%
Aalberts Industries	9,5%
BE Semiconductor Industries	9,2%
Acomo	7,1%
Brunel International	6,9%
Flow Traders	3,3%
Overige 6 belangen	10,9%
Liquiditeiten en overige	0,7%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het marktbeeld wordt begin november gekenmerkt door een geleidelijk verder stijgend koersverloop. De beursomzetten blijven daarbij relatief bescheiden. Internationaal is onveranderd sprake van een hoge M&A-activiteit, met name in de halfgeleiderindustrie waar de teller dit jaar op een recordniveau staat met ruim US\$ 95 miljard aan fusies en overnames. Intussen bevinden wij ons middenin het seizoen van de publicatie van de cijfers over het derde kwartaal. Wij verwachten hier geen grote afwijkingen van de eerder gesignaleerde (macro) economische trends. Onder voorbehoud van externe excessen op geopolitiek en/of valutair gebied voorzien wij derhalve een gunstige ontwikkeling van de resultaten in het lopende halfjaar.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

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 – veelal Europees of wereldmarktleider in structurele groei- en/of nichemarkten – met tevens 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 13,8 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,8%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 november 2015