

## MAANDBERICHT OVER JUNI 2016

### Inleiding

Aandelenkoersen daalden scherp in juni na de onverwachte Britse keuze om de EU de rug toe te keren. De AEX-index verloor 2,6% op 435,88, de Amsterdam Midkap daalde 8,7% naar 608,61 en de Amsterdam SmallCap Index leverde 4,3% in op 744,70.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juni met 5,1% van € 40,96 naar € 38,86. Het totaal netto beleggingsresultaat over de eerste zes maanden van 2016 kwam daarmee op +0,6%. Het fondsvermogen per 1 juli 2016 bedraagt € 66,3 miljoen, waarvan een bedrag van € 65,7 miljoen is belegd in 17 ondernemingen. De liquiditeiten en overige posten maken hierdoor 0,8% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 39,05
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 38,86
Fondsvermogen	€ 66.279.242
Aantal uitstaande aandelen	1.705.626

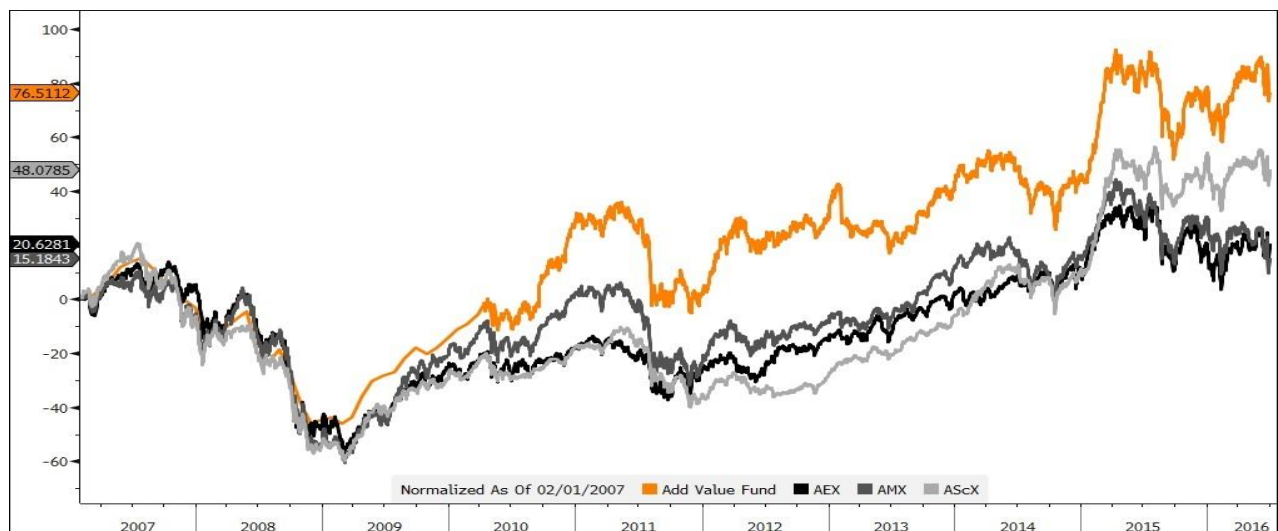
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	Cum.
<b>AVF</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-20,34</b>	<b>+27,80</b>	<b>+8,89</b>	<b>+1,99</b>	<b>+21,98</b>	<b>+0,58</b>	<b>+76,51</b>
AEX	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+7,36	+1,02	+20,63
AMX	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+12,14	-11,58	+15,18
AScX	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+38,67	-4,01	+48,08

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 30/06/2016

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/06/2016)

Peildatum: 30/06/2016

Koersperformance participaties

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Accell Group	+11,7	-11,7	-0,6	-1,5
2.	Hunter Douglas	+6,5	+17,7	+12,1	-3,3
3.	Aalberts Industries	+1,5	-14,9	-11,3	-14,7
4.	Koninklijke Vopak	-0,8	+13,2	+2,6	-4,1
5.	BE Semiconductor Ind.	-2,0	+31,8	+1,6	-3,5
6.	Acomo	-3,1	-5,2	-7,1	-4,4
7.	Lucas Bols	-7,0	-1,5	-10,6	-6,3
8.	Brunel International	-7,2	-1,7	-10,7	-6,3
9.	Koninklijke Brill	-8,3	-1,5	-8,9	-10,8
10.	Nedap	-9,6	-6,8	-11,7	-3,5
11.	Kendrion	-11,4	-4,2	+7,2	-5,4
12.	Neways Electronics Int.	-14,4	-2,0	+3,5	+5,7
13.	ASM International	-15,9	-3,6	-11,5	-4,0
14.	TKH Group	-19,1	-18,8	-19,2	-12,8
15.	Flow Traders	.-	-31,7	-24,1	+0,1
16.	Sif Group	.-	.-	.-	-6,0

- In juni realiseerden 2 van de 16 participaties (= 13%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 3 van de 14 (exclusief Flow Traders en Sif Group) participaties (= 21%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerde **Neways Electronics International** bovengemiddeld in de portefeuille. De onderneming slaagt erin dit jaar haar aandeel in de Electronic Manufacturing Services (EMS) markt geleidelijk te vergroten;
- De brexit had vooral een negatieve koersinvloed op industriële toeleveranciers **Aalberts Industries** en **TKH Group**. De directe omzet- en winstbijdrage uit het Verenigd Koninkrijk zijn met respectievelijk geschat 8% en minder dan 5% als betrekkelijk gering te kwalificeren. Wij verwachten dan ook dat zodra de politieke voortgang in het VK en Europa duidelijker wordt, een deel van het koersverlies zal worden ingelopen.

Mutaties in de portefeuille

In juni hebben wij de posities in **Accell Group**, **Flow Traders**, **Sif Group** en **TKH Group** licht uitgebreid. Daarnaast hebben wij een klein belang genomen in arbeidsbemiddelaar **Randstad Holding**. De beurskoers van Randstad kwam onder zware druk te staan na de brexit, waardoor de beurswaarde van de onderneming daalde tot ruimschoots beneden de bovengrens van ons beleggingsuniversum van € 7,5 miljard. Met een directe winst van circa 2% in het Verenigd Koninkrijk menen wij dat Randstad niet extreem gevoelig is voor de Britse economie. Tegen de huidige beurskoers van € 32,25, ruim 30% onder de beurswaarde vóór de brexit, wordt minder 10x de verwachte winst 2016 voor de aandelen Randstad Holding betaald en bedraagt het dividendrendement ruim 5% bij een pay-out ratio van 50%.

Bedrijfsnieuws

**Hunter Douglas**, wereldmarktleider in de productie en verkoop van raambekleding en prominent aanbieder van architectonische systemen (plafond- en gevelsystemen), meldde de overname van een belang van 60% in Blinds 2go, de marktleider in online verkoop van raambekleding in het Verenigd Koninkrijk. Over 2015 realiseerde Blinds 2go een omzet van GBP 34 miljoen. Sinds de oprichting van de onderneming met thuisbasis in Nottingham, heeft Blinds 2go meer dan 4 miljoen Britse huishoudens van raambekleding voorzien. Tezamen met Hunter Douglas wil Blinds 2go haar succesvolle online verdienmodel introduceren in enkele specifieke markten in Azië.

Tevens meldde Hunter Douglas dat de overname van de activiteiten van Levolor & Kirsch, de derde grootste speler op de Amerikaanse markt van raambekleding, succesvol is afgerond. Met de eerste bijdrage van deze overname vanaf H2 2016 – Levolor & Kirsch voegt op jaarbasis ruim \$ 300 miljoen omzet toe op een totaal van ruim \$ 2,5 miljard – verwachten wij dat een winst per aandeel in 2016 van tenminste € 5,00 haalbaar moet zijn. Tegen de huidige beurskoers van € 42,50 worden de aandelen Hunter Douglas thans op 8,5x de getaxeerde winst 2016 gewaardeerd. Het bijbehorende dividendrendement bedraagt circa 5%.

In marktgroep Livestock Management levert technologiebedrijf **Nedap** innovatieve technieken en uitgekende software in de koeienstal. Een perfect systeem dat dieren 24/7 monitort, afwijkingen detecteert en het werk van de veehouder gemakkelijker maakt. De 'all-in-one' Smarttag maakt het mogelijk: positiebepaling, tochtdetectie en gezondheidsmonitoring met optioneel ISO identificatie. Deze complete oplossing bespaart de veehouder veel tijd en hij kan zijn koeien dag en nacht monitoren op gedrag. Diergezondheid speelt een belangrijke rol. Als de koe in goede conditie is, produceert ze meer melk. En als ze gezond is, is ze eerder weer drachtig. Deze facetten zijn belangrijk voor de veehouder om winstgevend te kunnen blijven produceren. Nedap tochtdetectie bestaat uit innovatieve techniek met 3G sensoren, deze zitten in de hals- en pootband. Het optimale inseminatiemoment kan geanalyseerd worden uit de data. De sensor werkt op dezelfde manier als de 3G sensor in een smartphone, meet elke beweging en is 90-100% betrouwbaar. Om als veehouder zelf dat moment vast te stellen, zou hij volgens de wetenschap minimaal 3 keer 20 minuten per dag zijn koeien moeten bekijken. Dat kost veel tijd en bewezen is dat 'het' moment meestal 's nachts is. De sensors meten hoe lang en hoe vaak de koe ligt, staat, eet en hoeveel stappen ze zet. Als ze stopt met eten is dat niet goed. Na 8 uur niet eten geeft het systeem een waarschuwing. Deze monitoring op gedrag is 100% voor de gezondheid van het dier die weer bepalend is voor de melkproductie. Met positiebepaling, een soort gps in de stal, kan elke koe worden getraceerd. Dat kan gemakkelijk zijn als deze nog niet in de melkrobot is geweest of om een andere reden wordt gezocht. Eén klik in het systeem en de koe is gevonden. De terugverdientijd van een dergelijk systeem is ongeveer twee jaar. Dat is echter korter als de veehouder zijn eigen arbeidstijd zou meerekenen. Naast de monitoring van de dieren worden op basis van de identificatie verschillende stalprocessen geautomatiseerd, zoals voeren, sorteren en melkstalcontrole. Ook voor de varkenshouderij levert Nedap Livestock Management een uitgekend assortiment van automatiseringsoplossingen. Zo is er bij de groepshuisvesting van zeugen het Varkens Voerstation. Met dit systeem krijgt elk dier de hoeveelheid voer die ze nodig heeft en dat zorgt voor rust in de stallen. In een veilige en comfortabele omgeving eten zeugen hier hun individuele portie voer en blijven deze met minder arbeid in topconditie. Dat is belangrijk om te sturen op meer biggen, minder terugkomers en minder beengebreeken. Een beter imago en technische vooruitgang gaan zo hand in hand. De online managementsoftware geeft de veehouder waarschuwingen, taakoverzichten, managementtools en informatie via PC, tablet of mobiel. Nedap Livestock Management is wereldmarktleider in individueel diermanagement. Nedap levert haar systemen niet rechtstreeks aan veehouders, dit gebeurt altijd door een wereldwijd distributienetwerk van leveranciers van onder andere melkmachines of veeverbeteringsorganisaties. Voor het lopende boekjaar gaan wij voor Nedap uit van een bescheiden stijging van de winst per aandeel uit gewone bedrijfsuitoefening tot € 2,00 (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 € 28,80 wordt daarmee 14,4x de getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald. Het dividendrendement bedraagt, bij een veronderstelde pay-out ratio van 75%, momenteel 5,2%.

Wij waren aanwezig op de Capital Markets Day van **BESI**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie. CEO Richard Blickman schetste een helder beeld van de strategie van de onderneming, waarbij recente trends wijzen op een aantrekkelijke back-end markt, te weten verpakkingsmachines voor de chipindustrie waar BESI in excelleert. Volgens de meest recente voorspelling van onderzoeksbureau VLSI zal de *semiconductor packaging and assembly equipment market* dit jaar een stijging van 1,1% laten zien, waar in januari nog werd uitgegaan van een daling van 3,9%. Voor 2017 lijkt een sterkere stijging van 11% in het vat te zitten, waarmee de uiterst cyclische toeleveringsmarkt aan de vooravond van een opgaande fase staat. BESI zal naar verwachting bovengemiddeld kunnen profiteren van deze verbeterde marktomgeving vanwege (1) het marktleiderschap in de sterkst groeiende deelmarkten zoals *Die Bonding* en *Flip Chip* (2) voortdurende aandacht om de kostenbasis te verlagen door transfer van productie uit Europa naar Azië

en (3) het streng bewaken van de brutomarge, waar BESI in de bandbreedte van 45 - 50% verreweg het hoogste scoort ten opzichte van internationale concurrenten. CEO Blickman staat bij klanten ook wel bekend als 'Dr No': orders die onvoldoende renderen worden niet door BESI geaccepteerd. De voortdurende nadruk om de laatste en technologisch meest geavanceerde machines bij eerste klas cliënten (*client intimacy*) te plaatsen, draagt bij aan het sterk vernieuwende imago van de onderneming. De strakke aansturing van de onderneming maakt het mogelijk om een hoge pay-out ratio te combineren met aandeleninkoopprogramma's. Daarbij wordt een ondergrens gehanteerd van een netto kaspositie van € 80 miljoen, ofwel 2x het jaarlijkse bedrag dat aan R&D wordt besteed en circa 25% van de gemiddelde jaarlijkse omzet. Deze benadering is *usance* in de toeleveringsmarkt voor halfgeleiders en maakt het mogelijk om in een neergaande beweging van de cyclus toch te blijven investeren in nieuwe technologie. Momenteel kan BESI wijzen op een track record van 23 kwartalen van onafgebroken winstgevendheid. Voor 2016 hanteren wij vooralsnog een winst per aandeel van € 1,40 (2015: € 1,27) waarbij een contant dividend van € 1,25 (2015: € 1,20) kan worden uitgekeerd. In het kader van de SBB (*share buy back*) programma van september 2015 zijn inmiddels 715.831 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 20,40. Dit komt overeen met circa 2% van het aantal uitstaande aandelen BESI. Onder het lopende programma zal BESI maximaal 1 miljoen aandelen terugkopen, zodat er nog een ruimte van ruim 280.000 terug te kopen aandelen is. Tegen de huidige beurskoers van € 23,40 wordt 16,7x de getaxeerde winst voor de aandelen BESI betaald en bedraagt het dividendrendement 5,3%.

Wij waren op bedrijfsbezoek bij industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** en spraken met CEO Wim Pelsma. Er werd in meer detail ingegaan op de route van de Aalberts-linked strategie 2015 - 2018. De doelstellingen van deze strategie luiden:

- Het opbouwen van toonaangevende posities in 10 geselecteerde nichemarkten, waarbij de vier business segmenten en 12 tot 13 kerntechnologieën worden gekoppeld aan sterke merknamen met als doel om wereldwijd eindmarkten doelmatig te kunnen bedienen;
- Het creëren van duurzame winstgevende groei van de winst per aandeel op basis van een goede spreiding in omzetcategorieën, technologieën en eindmarkten met een voldoende sterk groeipotentieel;
- Het realiseren van een hoge toegevoegde waarde marge door voortdurend Operational Excellence projecten uit te voeren, een uitstekende dienstverlening vlak bij de eindklant te leveren en voortdurend voorop te lopen bij de ontwikkeling van innovaties;
- Conversie van een sterke bedrijfsmatige order- en omzetontwikkeling in vrije cashflow die het weer mogelijk maakt om te (blijven) investeren in geselecteerde markten en technologieën. Door op gedisciplineerde wijze kapitaal aan te wenden wordt zodoende de autonome groei, alsmede het tempo van innovatie en de inpasbaarheid van acquisities vergroot.

De realisatie van deze doelstellingen is vertaald naar de volgende financiële ratio's:

- Solvabiliteit van tenminste 40% (thans: 47%);
- Leverage ratio < 2,5 (thans: 1,8);
- EBITA-marge > 12% (thans: 11,0%);
- Free cash flow conversie > 70% (thans: 66,1%);
- Return on capital employed > 16% (thans: 14,3%).

Gedurende het eerste deel van de Aalberts-linked strategie (2015 - 2016) ligt de nadruk op het verleggen van het accent van de organisatie van een landenstructuur naar een structuur waar de product-marktcombinatie leidend is. Zodoende kan dichterbij de eindklant worden gewerkt, hetgeen de slagvaardigheid van de Aalberts-organisatie ten goede komt. Daarnaast wordt de distributiestructuur verbeterd, met als voorbeeld de concentratie van het aantal distributiecentra in Noord-Amerika van 16 naar drie à vier en in Europa van 24 naar 3. Elke bedrijfs onderdeel kent inmiddels een identiek rapportagesysteem op basis van een centraal ERP-systeem en beschikt over een groepsmanager en een eigen CFO. Vanuit deze versterkte structuur beoogt het Aalberts-management gedurende het

tweede deel van de planperiode (2017 - 2018) de omzetspreiding te verbeteren. Met betrekking tot de bestaande verdeling: Building Installations (45%), Climate Control (16%), Industrial Controls (15%) en Industrial Services (24%) wordt geconstateerd dat de positie van laatstgenoemde twee segmenten door acquisities dient te worden versterkt. Onder meer omdat de bestaande posities in de eindmarkten van Semicon & Science (3%), District Energy, Oil & Gas (3%), Beverage Dispense (2%) en Power Generation (2%) nu nog te bescheiden zijn. Voor Industrial Services wordt een acquisitie in Noord-Amerika als wenselijk beoordeeld om de kennis en kunde op het gebied van oppervlaktebehandelingen en coatingexpertise wereldwijd aan eindklanten te kunnen aanbieden. Ten aanzien van Building Installations merkte Pelsma op dat er een vertraging van circa 12 maanden bestaat tussen het aantrekken van de internationale bouwconjunctuur en het zichtbaar worden in de orderingang bij Aalberts Industries: de Aalberts-producten kunnen typisch als laat-cyclisch worden aangemerkt. Dit doet vermoeden dat uit dien hoofde de autonome omzetgroei in H2 2016 zal kunnen aantrekken. Op iets langere termijn streeft de CEO naar een jaarlijkse autonome omzettoename van 4 tot 6% per jaar, waar in 2015 de teller bleef steken op +2%. Pelsma kwalificeerde deze toename overigens als 'lang niet slecht' in het licht van de scherpe teruggang in het segment Oil & Gas en de recessie in Rusland. Tenslotte zal Aalberts Industries de komende tijd naar verwachting voor een tegenwaarde van circa € 250 miljoen van de groepsomzet (circa 10% van de groepsomzet in 2015) gaan afstoten, omdat de hierop betrekking hebbende opbrengsten niet voldoen aan de gehanteerde definitie van kernactiviteiten, groei en winstgevendheid. Inmiddels is er al voor circa € 85 miljoen aan omzet gedesinvesteerd. In dit kader werd eind juni het onderdeel Micro Machining Group (MMG) verkocht aan de Amsterdamse investeringsmaatschappij Standard Investment en het eigen management. MMG bestaat uit de bedrijven Technology Twente (Hengelo) en Germefa (Alkmaar). Op de twee locaties werken ongeveer 90 mensen, zodat de verkoop een bescheiden omzet- en bedrijfsresultaateffect heeft. De vrijgekomen middelen zullen worden ingezet om de (nieuwe) strategie versneld tot uitvoering te brengen. Na 2018 voorziet Pelsma een verdere verschuiving in de richting van digitalisering van de bedrijfsprocessen, waardoor ook voor Aalberts Industries de noodzaak toeneemt zich op het gebied van software-ontwikkeling te profileren. Vooralsnog houden wij er rekening mee dat de winstgevendheid van Aalberts Industries de komende drie jaar verder zal verbeteren, onvoorziene omstandigheden (zoals een wereldwijde stagnatie van de economische groei) voorbehouden. Wij handhaven onze winsttaxatie 2016 op € 1,95 (2015: € 1,72) per aandeel, waaruit een contant dividend van € 0,58 (= 30% pay-out ratio) betaalbaar wordt gesteld. Tegen de huidige beurskoers van € 26,- wordt daarmee 13,3x de getaxeerde winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald en komt het dividendrendement op 2,2%.

Wij waren op bedrijfsbezoek bij **Neways Electronics International**, actief in de EMS (Electronic Manufacturing Services)-markt, waar het in Europa de vierde positie claimt. CEO Huub van der Vrande lichtte de strategie van de onderneming nader toe. De speerpunten zijn daarbij:

- Versteving van de positie als *one-stop-provider* en Life Cycle Manager
- Grotere nadruk op *Customer Intimacy*, waardoor nauwer en effectiever met klanten wordt samengewerkt
- Intensivering samenwerking met *Preferred Suppliers*
- Verbetering van de interne samenwerking – *One Neways*
- Benutting van kansen in Azië en Oost-Europa
- Het versnellen van de groei.

Uit de presentatie kwam naar voren dat Neways er steeds beter in slaagt de nagestreefde rol als *One-stop-provider* en Life Cycle Manager in te vullen. Momenteel wordt circa 30 tot 35% van de groepsomzet als Life Cycle Manager uitgevoerd. Voor belangrijke klanten als ASML (circa 20% van de Neways-omzet), Philips Healthcare, Siemens en Dräger wordt deze functie al goeddeels ingevuld. Ter illustratie: Neways heeft momenteel 70 ontwikkelaars gedetacheerd bij ASML die actief zijn betrokken bij de ontwikkeling en uitrol van de EUV-technologie. Ook bij Siemens ligt een dergelijke sleutelrol voor Neways in het verschiet. Voor de productie van de e-car van Siemens zal Neways essentiële onderdelen gaan leveren. Binnen afzienbare termijn zullen 1 miljoen e-cars voor Chinese ambtenaren worden geproduceerd, waarmee China op het gebied van duurzaamheid een duidelijk signaal wil afgeven aan de internationale gemeenschap. Als algemeen streven werkt Neways eraan om jaarlijks 5 à 7% omzetgroei te realiseren bij



bestaande klanten. Tegelijkertijd is er een efficiëncyslag gaande om het aantal (vaste) toeleveranciers terug te brengen. Momenteel is een verbeteringsronde gaande waarbij op een inkoopotaal van € 20 miljoen van 150 toeleveranciers wordt teruggegaan naar slechts 2 (TTI en Avnet), waardoor een kostprijsverlaging van circa 4,25% kan worden gerealiseerd. Eenzelfde soort besparing kan worden bereikt bij de inkoop van PCB's; van 71 toeleveranciers naar nog slechts 10 inkoopkanalen zou een jaarlijkse besparing van circa 3,65% moeten opleveren. Bij de in 2013 overgenomen BuS Groep in Duitsland wordt eveneens een efficiëncyslag gemaakt. Het aantal medewerkers is hierdoor inmiddels gereduceerd van ruim 1.000 tot iets meer dan 800. Voorts beoogt het management jaarlijks het aantal nieuwe klanten met 5% te laten stijgen, waarbij er uitzicht moet bestaan op een minimale omzet van € 0,1 miljoen met een potentie naar tenminste € 0,5 miljoen. Als omzetdoelstelling lijkt Neways in eerste instantie te streven naar € 500 miljoen (2015: € 374 miljoen). Over Q1 2016 rapporteerde Neways een omzet van € 98,3 miljoen, een stijging van 2,6% in vergelijking met dezelfde periode van 2015 (€ 95,8 miljoen). Naar verwachting zal dit groeipercentage de komende periode aanzienlijk kunnen stijgen. Cruciaal blijft echter de winstgevendheid van de groep. Dit is de afgelopen jaren een heikel punt gebleken. Gezien de professionaliseringsslag die nu gaande is, hebben wij er vertrouwen in dat een geleidelijk margeherstel aanstaande is. Echter, de verbetering zal zich stap-voor-stap voltrekken en is mede afhankelijk van de succesvolle uitrol van het nieuwe ERP-systeem. Vandaar dat wij voor 2016 een conservatieve taxatie van de winst per aandeel handhaven van € 0,70 (2015: € 0,54). Tegen de huidige beurskoers van € 7,- wordt 10x de verwachte winst voor de aandelen Neways Electronics betaald, hetgeen een bescheiden waardering is in het licht van het aantrekkelijke verbeterpotentieel.

De Capital Markets Day van tankopslagbedrijf **Vopak** werd dit jaar gehouden in Singapore. Het management houdt in beginsel vast aan de eerder geformuleerde strategie. Kort samengevat houdt dit in dat Vopak doorgaat op de weg van waardecreatie door een selectieve groei na te streven met een beheerste kapitaalallocatie. Wat dit laatste betreft overweegt het management momenteel de verschillende opties. Mochten zich op korte termijn geen grote investeringsprojecten aandienen, dan zou een eenmalig superdividend kunnen worden overwogen, mede in het licht van de viering van het 400-jarig bestaan van de onderneming. Gezien de lange termijnvisie van het management dat de komende tien jaar nog een substantiële uitbreiding van de infrastructuur van opslagfaciliteiten noodzakelijk is, achten wij de kans klein dat een aanzienlijk extra dividend uitkeerbaar zal worden gesteld. Wij handhaven onze winsttaxatie 2016 van € 2,75 per aandeel (2015: € 2,55) en gaan vooralsnog uit van een genormaliseerd dividend van € 1,10 (2015: € 1,00). Tegen de huidige beurskoers van € 44,10 wordt thans 16x de verwachte winst voor de aandelen Koninklijke Vopak betaald en bedraagt het dividendrendement 2,5%.

De GfK monitor fietsenverkoop april 2016 laat zien dat de verkoop van elektrische fietsen de groeifactor is en blijft voor de Nederlandse fietsenhandel. Elektrische fietsen staken er wederom positief bovenuit: ruim 35% van het aantal verkochte fietsen binnen de vakhandel was een e-bike. Het segment elektrische fietsen groeide in april met 2% in volume en de omzet liet een groei zien van 4%. Met 276.000 verkochte e-bikes in 2015 was dit segment goed voor een groei in de verkoop van 24% in vergelijking met 2014. De eerste maanden van 2016 laten zien dat de e-bike een continue groeifactor blijft voor de fietsvakhandel. Aan de andere kant liepen de verkopen van stadsfietsen terug met 7% in stuks en met 5% in omzet. Opmerkelijk is de groei in (duurdere) hybride- en toerfietsen. Deze sportieve fietsen met derailleurversnelling lieten een stijging van 14% zien in zowel afzet als omzet. De vakhandel liet daarbij een vergelijkbaar beeld zien ten opzichte van de totale markt. Ook hier daalde het aantal verkochte fietsen met 2% terwijl de omzet met 2% toenam. De overige sportieve fietsen lieten een divers beeld zien. Zo daalde het aantal verkochte MTB/ATB's met 12% (omzet: -6%), terwijl sporthybride/racefietsen een afzetgroei van 6% noteerden bij een omzettoename van 14%. Deze cijfers onderbouwen onze Investment Case voor **Accell Group**. Binnen de fietsenbranche investeert Accell bovengemiddeld in innovatie. Daarbij richten innovaties zich met name op toepassingen voor elektrische fietsen en hoogwaardige sportfietsen. Deze sectoren hebben, zo blijkt, een sterk groeipotentieel. Daarbij is de Nederlandse fietsenmarkt een voorloper op het gebied van e-bikes. Inmiddels zien we in de ons omringende landen een snel groeiende belangstelling voor e-bikes. Als Europees marktleider weet Accell goed in te spelen op deze ontwikkeling. Het Duitse merk Haibike is met ruim €100 miljoen inmiddels de grootste individuele formule binnen de Accell-portfolio, met bekende namen als Batavus, Sparta en Koga (Nederland), Winora (Duitsland)

en Raleigh (Verenigd Koninkrijk en Verenigde Staten) en internationale sportmerken als Lapierre (Frankrijk) en Ghost. De gemiddelde verkoopprijs van een hoogwaardige racefiets of ePerformance-bike van Haibike ligt rond € 4.000,- per stuk. Daarmee bekleedt Accell een toppositie in het hoogste segment van een van de snelst groeiende fietsenmarkten van Europa. Deze sterke groei gaat echter gepaard met een sterk oplopend werkkapitaal. Eind 2015 bedroeg dit 34,2% van de omzet (eind 2014: 30,5%). De waarde van de voorraad neemt toe door de stijging van de kostprijzen in het algemeen en door de toename van het aantal duurdere fietsen waarvoor een langere doorlooptijd geldt dan gemiddeld. Accell is intussen gestart met een grootschalig project om de kosten van de supply chain beter onder controle te krijgen. Centraal thema is om de decentrale benadering van de supply chain te vervangen voor een centrale aanpak, waardoor de Groep kan profiteren van haar schaalomvang. Het management van Accell is terughoudend om een concrete doelstelling aan het supply chain-project te verbinden. Wij verwachten dat een daling van het werkkapitaal naar 30% van de omzet realiseerbaar moet zijn. Analisten houden zelfs rekening met een potentiële verbetering van het werkkapitaal tot onder 20% van de omzet in vijf jaar tijd. Dit komt overeen met een waardecreatie van ongeveer € 7,00 per aandeel Accell Group. Het is evenwel duidelijk dat het verbetertraject geleidelijk en mogelijk ook schoksgewijs zal gaan. Daarnaast zit de concurrentie niet stil. Vooral in de volwassen Nederlandse markt zorgen nieuwe aanbieders voor potentiële margedruk. Ook aan de inkoopkant zijn kostenverhogingen door incidentele componenten schaarste en valutawijzigingen (met name de stijging van de Japanse yen) van tijd tot tijd aan de orde. Desalniettemin menen wij dat de omzet- en winstontwikkeling van Accell Group voor de komende periode gunstig zal zijn. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2016 op € 1,55 (2015: € 1,29) en rekenen met een keuzedividend van € 0,77 bij een 50% payout ratio. Tegen de huidige beurskoers van € 19,- wordt 12,3x de getaxeerde winst voor de aandelen Accell Group betaald en bedraagt het dividendrendement 4,1%.

Likeur- en jeneverspecialist **Lucas Bols** presenteerde de cijfers over het boekjaar 2015/2016, eindigend per ultimo maart. Bij een omzetsdaling van 6,6% van € 77,7 miljoen naar € 72,6 miljoen werd een 12% lagere EBIT van € 17,6 miljoen gerealiseerd (2014/2015: € 20,0 miljoen). Gecorrigeerd voor valuta-effecten, de eenmalige invloed van voorraadreductie bij distributeurs en de kosten van de IPO van februari 2015, bedroeg de teruggang van de EBIT 9,4%. Deze teruggang was het gevolg van druk op de brutomarge alsmede een kostenstijging voor de expansie van de wereldmerken van Bols, in het bijzonder die in de Verenigde Staten. Als gevolg van de herkapitalisering van de balans na de IPO daalden de rentelasten fors, van € 17,5 miljoen naar € 2,6 miljoen, en kon de nettowinst stijgen van € 0,2 miljoen naar € 11,7 miljoen, overeenkomend met € 0,94 per aandeel. Er werd een slotdividend van € 0,23 per aandeel aangekondigd, waarmee het totale dividend over boekjaar 2015/2016 op € 0,54 uitkomt. Het management van Bols blijft positief ten aanzien van de vooruitzichten voor de wereldwijde cocktailmarkt op middellange termijn. Echter, voor het lopende boekjaar moet onveranderd rekening worden gehouden met kosten gericht op expansie, met name in de Verenigde Staten. Ervan uitgaande dat er in het lopende boekjaar geen versturende aspecten zijn in de internationale distributie – door consolidatie tussen grote distributeurs in de Verenigde Staten en Zuid-Afrika resulteerde dit het afgelopen jaar in een eenmalige voorraadafbouw van Bolsproducten – gaan wij uit van een stabiele winst van € 0,95 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 15,70 wordt 16,5x de getaxeerde winst voor de aandelen Lucas Bols betaald en bedraagt het dividendrendement 3,4%.

Samenstelling portefeuille

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

<b>Onderneming</b>	<b>Percentage <sup>1</sup></b>
Hunter Douglas	12,9%
ASM International	10,0%
Nedap	9,5%
TKH Group	9,4%
Kendrion	8,8%
BE Semiconductor Industries	8,7%
Brunel International	7,2%
Acomo	6,0%
Aalberts Industries	5,9%
Flow Traders	5,2%
Overige 7 participaties	15,6%
Liquiditeiten en overige	0,8%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

De gevolgen van de brexit houden de wereldwijde financiële markten momenteel in hun greep. Dit leidt enerzijds tot een verdere druk op de rentetarieven en daarnaast tot een groeiende onzekerheid onder beleggers ten aanzien van de perspectieven voor economische groei.

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

Voor 2016 gaan wij uit van een voortzetting van de autonome omzet- en winstgroei bij onze participaties. Daarnaast zijn er volop mogelijkheden om via acquisities deze groei te versterken.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2016 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 12,9 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 7 juli 2016

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