

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2014

Inleiding

Het beursjaar 2014 eindigde met een verdeelde markt in de maand december. De AEX-index verloor 0,3% op 424,47, terwijl de Amsterdam Midkap Index 0,7% steeg naar 636,38 en de Amsterdam SmallCap Index met 3,3% klom naar 597,82.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in december met 1,4% van €32,51 naar €32,98.

Over het gehele beursjaar 2014 bedraagt het totale netto beleggingsresultaat (koerswinst plus dividend minus kosten) +2,0%.

Het fondsvermogen per 2 januari 2015 bedraagt €56,6 miljoen, terwijl een bedrag van €58,9 miljoen is belegd in 12 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 4,1% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 januari 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 33,14
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 32,98
Fondsvermogen	€ 56.641.531
Aantal uitstaande aandelen	1.717.674

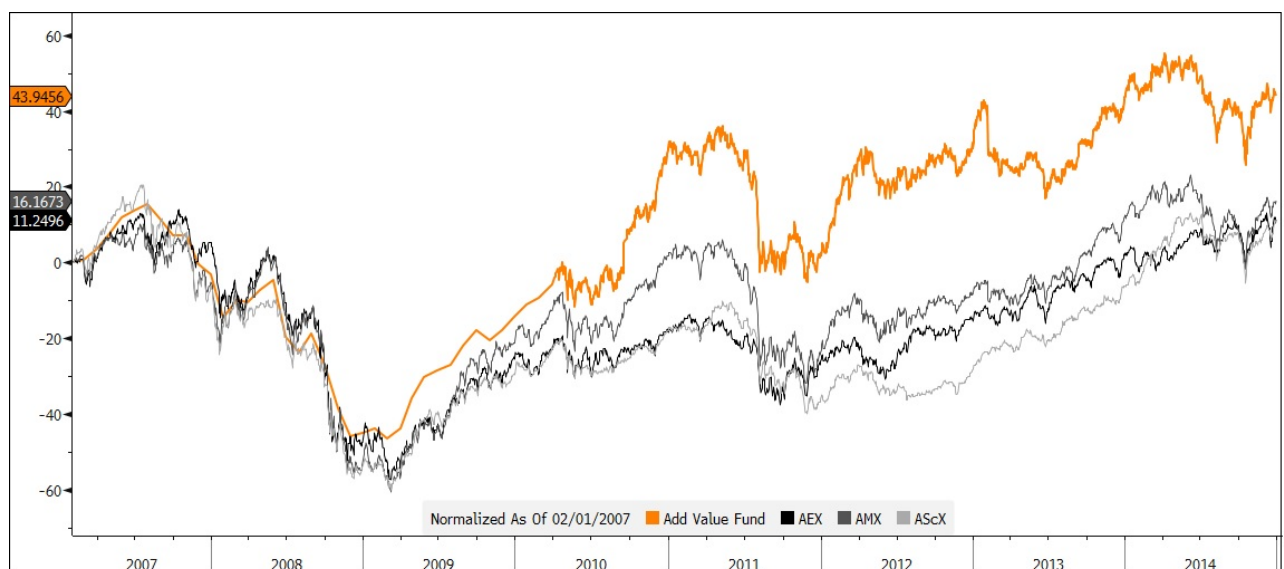
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en is uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+1,99	+44,72
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+11,25
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+16,17
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+11,25

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/12/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/12/2014)

Peildatum: 31/12/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+125,6	+43,1	+32,4	+6,7
2.	ASM International	+46,6	+15,8	+22,0	+4,1
3.	Neways Electronics Int.	+19,1	-18,8	-11,5	-5,8
4.	Koninklijke Brill	+16,2	+3,1	+2,9	+3,0
5.	Acomo	+14,9	+12,4	+6,5	+4,1
6.	Aalberts Industries	+5,9	+2,9	+19,5	+8,8
7.	Hunter Douglas	+4,8	-1,5	+2,2	+1,7
8.	TKH Group	+3,8	+5,8	+3,5	+2,6
9.	Kendrion	-9,4	-14,7	-2,1	-3,8
10.	Nedap	-10,7	-10,8	-9,2	+1,0
11.	Koninklijke TenCate	-18,4	-4,4	-4,2	-1,6
12.	Brunel International	-38,9	-36,2	-25,0	-11,2

- In december realiseerden 8 van de 12 deelnemingen (= 67%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren eveneens 8 van de 12 ondernemingen (= 67%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Aalberts Industries**, **Acomo**, **ASM International** en **BESI** bovengemiddeld in de portefeuille. De koersen van deze ondernemingen stegen mede door koopaanbevelingen van enkele brokers;
- De beurskoers van **Brunel International** verloor verder terrein. Als leverancier van voornamelijk *white collar* specialisten voor energieconcerns ondervindt de onderneming op korte termijn mogelijk hinder van de gevolgen van de snel dalende olieprijs. Op middellange termijn beoordelen wij het beleggingsperspectief van Brunel International onveranderd positief.

Mutaties in de portefeuille

In december hebben wij deels winstgenomen op de grote positie in **ASM International**.

Bedrijfsnieuws

N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** meldde in december een aantal beslissingen te hebben genomen die de resultaten over 2014 en de financiële positie van de onderneming per saldo positief beïnvloeden. De marktgroep Energy Systems wordt ingekrompen, waarvoor een eenmalige last wordt genomen in 2014. Hiertoe heeft Nedap de strategische opties voor deze marktgroep onderzocht. De afgelopen maanden werd Nedap geconfronteerd met verslechterende marktomstandigheden voor haar product PowerRouter. De verwachting is dat de markt voor *distributed storage* waar met de PowerRouter op wordt gericht, zich ook de komende jaren minder gunstig zal ontwikkelen dan eerder werd verwacht. Daarom is besloten om de omvang van de activiteiten van de marktgroep aan te passen aan de gewijzigde marktomstandigheden. Dit betekent dat de organisatie en het aantal medewerkers zullen worden ingekrompen, zodat de kosten in 2015 op een structureel lager niveau zullen uitkomen dan in 2014. Deze aanpassing gaat gepaard met eenmalige kosten ten laste van het resultaat over boekjaar 2014 van € 6,5 miljoen na belasting bestaande uit waardeverminderingen van activa en voorzieningen. Ongeveer 80% van deze eenmalige kosten heeft een *non-cash* karakter. Nedap voert daarnaast oriënterende gesprekken met mogelijke strategische partners voor de PowerRouter. Op dit moment is er geen zekerheid dat deze gesprekken zullen leiden tot een transactie of enige vorm van samenwerking.

Daarnaast is besloten om de pensioenregeling, waarin een groot deel van de Nedap medewerkers deelneemt, per 1 januari 2015 van een Defined Benefit (DB) regeling om te zetten naar een Defined Contribution (DC) regeling. Deze omzetting heeft een aantal *non-cash* gevolgen voor de jaarrekening. Hoewel de exacte gevolgen pas per 31 december 2014 kunnen worden vastgesteld, zal door het vervallen van toekomstige pensioentoezeggingen de winst over 2014

naar verwachting met ongeveer € 10 miljoen na belasting worden verhoogd. Daarnaast zal, door actuariële resultaten, ongeveer € 3 miljoen direct ten laste van het eigen vermogen moeten worden geboekt. Vanaf 2015 zullen de totale pensioenkosten enigszins stijgen door de huidige marktcondities voor pensioenregelingen. De financiële gevolgen van de aanpassing van de marktgroep Energy Systems en van de nieuwe pensioenregeling leiden per saldo naar verwachting tot een € 3,5 miljoen hogere winst over 2014. Derhalve komt het verwachte netto resultaat uit op ongeveer € 12,5 miljoen (2013: € 9,8 miljoen). De totale opbrengsten zullen, conform eerder uitgesproken verwachtingen, enkele procenten hoger zijn dan in 2013 (€ 173,7 miljoen). Tenslotte meldde Nedap dat het een nieuwe kredietovereenkomst met huisbank ABN AMRO heeft afgesloten, waardoor de looptijd van de financiering is verlengd en de rentekosten aanzienlijk zullen dalen. De faciliteiten hebben een totale omvang van € 44 miljoen bestaande uit een Combinatie Faciliteit van €30 miljoen en een *Roll-Over* Faciliteit van € 14 miljoen. De Combinatie Faciliteit heeft geen einddatum en de *Roll-Over* Faciliteit heeft een looptijd van 5 jaar. Er zijn geen convenanten afgesproken, de faciliteiten hebben een flexibel aflossingsschema en de financiering houdt rekening met seizoenpatronen.

Los van de problematiek bij Energy Systems ontwikkelt Nedap zich conform onze verwachtingen. Wij zien derhalve geen aanleiding onze taxaties voor de middellange termijn, zoals neergelegd in de recent gepubliceerde Investment Case, te wijzigen. De taxaties van de winst en dividend per aandeel 2014 passen wij uiteraard wel aan. Wij taxeren een winst per aandeel van circa € 1,85 (2013: € 1,46) en een dividend van circa € 1,40 per aandeel (2013: € 1,10). Tegen de huidige beurskoers van € 26,70 wordt daarmee 14,4 maal de verwachte winst per aandeel Nedap betaald en komt het dividendrendement op 5,2%.

Kendrion, producent van elektromagneten en mechatronische systemen en -componenten, meldde de overname van Steinbeis Mechatronik GmbH in Ilmenau, Duitsland. Steinbeis is een engineering en researchbedrijf met 14 medewerkers en een jaaromzet van € 1 à 2 miljoen. De onderneming wordt voortgezet onder de naam Kendrion Mechatronics Center en zal op korte termijn worden samengevoegd met Kendrion Academy GmbH, welk bedrijfsonderdeel in 2013 werd opgericht. Met deze actie versterkt en centreert Kendrion haar activiteiten op het gebied van *research & development*. Wij hanteren een prognose van de winst per aandeel 2014 van € 1,60 (2013: € 1,14). Tegen de huidige beurskoers van € 21,95 worden de aandelen Kendrion gewaardeerd op 13,7 maal de getaxeerde winst. Op basis van de traditionele 50% pay-out ratio komt het dividendrendement alsdan uit op 3,6%. CEO Piet Veenema kondigde zijn afscheid aan. Na 22 jaar werkzaam te zijn geweest voor Kendrion, waarvan de afgelopen 12 jaar als bestuursvoorzitter, zal hij komende zomer zijn functie neerleggen. Kendrion gaat de komende periode op zoek naar een geschikte opvolger. Wij menen dat Kendrion onder leiding van Veenema is uitgegroeid tot een betekenisvolle speler in de groeiemarkt van elektromagneten. Op basis van een consensus taxatie van de winst per aandeel van € 2,05 voor 2015 zijn de perspectieven van een verdere koersappreciatie van het aandeel als gunstig te kwalificeren.

Koninklijke TenCate, toonaangevend wereldwijd producent van composietmaterialen, geotextiel en kunstgras, heeft via werkmaatschappij TenCate Advanced Composites Noord-Amerika een lange termijn leveringsovereenkomst voor composietmaterialen afgesloten met Kestrel Aircraft uit Superior (Wisconsin) in de Verenigde Staten. Het nieuwe, geheel composieten turbopropvliegtuig Kestrel K-350 zal het nieuwste TC275-1 epoxy prepregstelsel van TenCate benutten. Het TC275-1 systeem kenmerkt zich door een superieure warmte-vocht sterkeretentie, het vermogen om te harden bij 135 - 177 graden Celcius en kan vrijstaand worden verwerkt voor het uitharden ten behoeve van prestaties bij hoge temperaturen. Financiële details werden niet verstrekt. TenCate Advanced Composites is tevens een belangrijke verstrekker van thermoplastisch composietmaterialen voor de Airbus A350 XWB. Eind december behaalde Airbus Group een mijlpaal met de eerste commerciële levering van dit geavanceerde vliegtuig aan Qatar Airways. TenCate Cetex thermoplastisch composietmaterialen worden gebruikt voor de productie van tal van componenten op de Airbus A350 XWB vliegtuigen, in het bijzonder voor hoge volume componenten ten behoeve van de koolstofvezel-versterkte composieten romp. Deze thermoplastisch composietmaterialen bieden gewichtsreductie tezamen met een hoge sterkte en duurzame eigenschappen. TenCate Advanced Composites werkt met toonaangevende afnemers binnen de luchtvaartindustrie voor structurele, semi-structurele en interieurtoepassingen op vliegtuigprogramma's van de Airbus Group, zoals de Airbus A350 XWB en de eerder gelanceerde Airbus A380. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van Koninklijke TenCate op € 1,00 (2013: € 0,72). Tegen de huidige beurskoers van € 18,50

wordt daarmee 18,5 maal de verwachte winst voor de aandelen TenCate betaald. Gezien de goede perspectieven voor een solide opbrengsten- en winstgroei in de komende jaren, voorzien wij op termijn een terugkeer naar de topwinsten van 2010 en 2011, toen circa € 2,00 per aandeel werd verdiend. TenCate Advanced Composites speelt in dit perspectief een leidende rol, gezien haar toonaangevende positie in de markt. Het herstel van de omzet in het hoog renderende Defender M vlamwerende textiel, alsmede een geleidelijk herstel in de Geosynthetics- en kunstgrasdivisie moeten dit jaar tot een winst per aandeel van tenminste € 1,50 kunnen leiden.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	13,9%
Hunter Douglas	11,9%
TKH Group	11,0%
Nedap	10,6%
BE Semiconductor Industries	10,6%
Aalberts Industries	10,2%
Acomo	9,2%
Kendrion	8,0%
Brunel International	6,6%
Koninklijke TenCate	5,6%
Overige 2 deelnemingen	6,5%
Totaal	104,1%

Vooruitzichten

De economische indicatoren wijzen voor West-Europa op een trage economische groei in de komende periode. In de Verenigde Staten zijn de perspectieven wat dat betreft aanzienlijk gunstiger. Het lijkt erop dat de verschillen in groeitempo uiteindelijk ook van invloed zijn op de valutaverhoudingen. Zo is de US dollar de afgelopen acht maanden met ruim 14% geapprecieerd tegen de euro. Deze trendomslag zal de naar euro vertaalde winsten van de Amerikaanse activiteiten van onze deelnemingen in de toekomst doen laten toenemen. Gezien de over het algemeen positieve toonzetting van de commentaren op de derde kwartaalcijfers van de ondernemingen in onze portefeuille, voelen wij ons comfortabel ten aanzien van de daadwerkelijke haalbaarheid van de door ons afgegeven taxaties van de winst per aandeel.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2015 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 13,0 maal en een bruto dividendrendement van ruim 4,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 januari 2015

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen