

MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2014

Inleiding

De maand augustus werd gekenmerkt door een volatiele koersverloop. Na een zwakke eerste helft van de maand herstelden de beurskoersen zich in de tweede helft, waarbij de handelsvolumes overigens beperkt bleven. Per saldo steeg de AEX-index met 2,7% naar 413,13, maar daalden de Amsterdam Midkap-index met 0,2% naar 608,03 en de Amsterdam SmallCap Index met 1,2% naar 569,01.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in augustus met 0,7% van € 31,73 naar € 31,94. Over de eerste acht maanden van 2014 bedraagt het totale beleggingsresultaat (koerswinst plus dividend minus kosten) -1,2%. Het fondsvermogen per 1 september 2014 bedraagt € 62,2 miljoen, terwijl een bedrag van € 63,9 miljoen is belegd in 14 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 2,9% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 september 2014 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 31,78
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 31,94
Fondsvermogen	€ 62.245.515
Aantal uitstaande aandelen	1.948.934

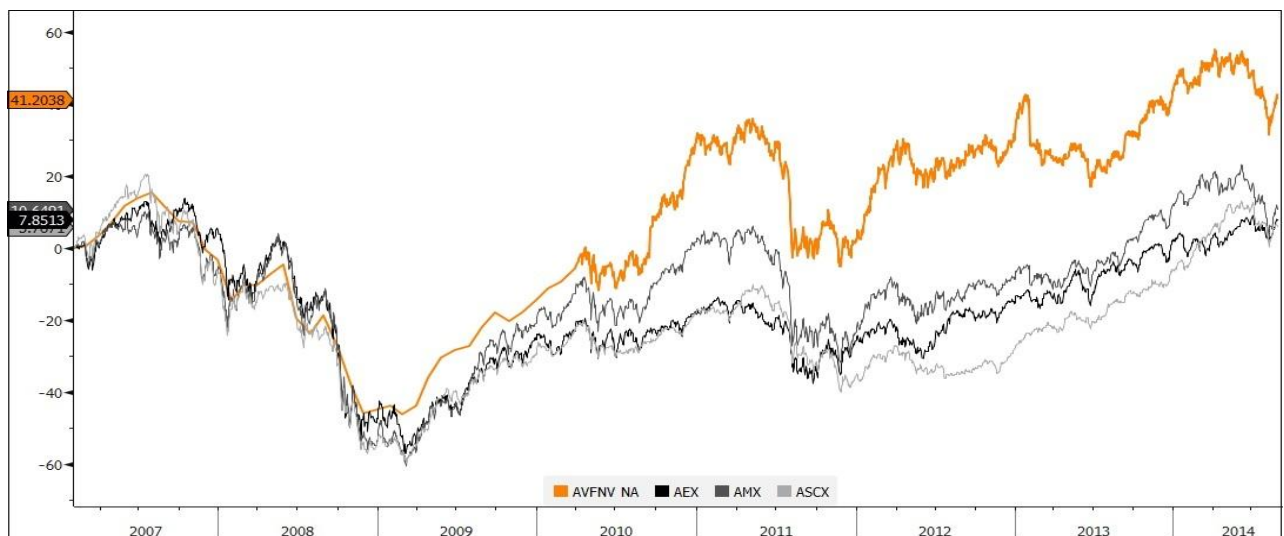
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van dividenden (vanaf 1 februari 2007) en is uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	-1,15	+40,56
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+5,35	+7,85
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	-1,51	+10,65
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+12,45	+5,77

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 29/08/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/08/2014)

Peildatum: 29/08/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Neways Electronics Int.	+128,9	+21,7	-6,5	-6,4
2.	BE Semiconductor Ind.	+65,6	+31,5	+9,6	+7,5
3.	Kon. Boskalis Westminster	+46,2	+20,8	+4,8	+9,7
4.	Arcadis	+34,1	-8,2	-3,0	+7,6
5.	ASM International	+24,9	+5,5	-3,3	+3,9
6.	TKH Group	+20,0	+1,2	-0,4	+9,4
7.	Koninklijke Brill	+16,8	+4,6	-1,0	-3,3
8.	Acomo	+14,6	+5,1	+4,1	+5,0
9.	Aalberts Industries	+11,9	-13,9	-12,6	-7,5
10.	Hunter Douglas	+7,2	-0,8	-7,0	+0,3
11.	Kendrion	+7,1	-8,5	-11,2	-1,6
12.	Koninklijke TenCate	+2,4	-21,6	-10,0	-2,5
13.	Nedap	-0,2	-2,7	-6,9	-0,4
14.	Brunel International	-2,4	-18,5	-18,5	-4,2

- In augustus realiseerden 7 van de 14 deelnemingen (= 50%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 12 van de 14 ondernemingen (= 86%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Koninklijke Boskalis Westminster** en **TKH Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Beide ondernemingen rapporteerden halfjaarcijfers die de verwachtingen van analisten ruimschoots overtroffen;
- Deelnemingen die als meer cyclisch te boek staan, zoals **Aalberts Industries**, **Brunel International**, **Kendrion** en **Koninklijke TenCate**, hebben op 1 - 6 maandsbasis fors terrein verloren. De vooruitzichten met betrekking tot omzet- en winstgroei zijn voor deze ondernemingen niettemin als gunstig aan te merken.

Mutaties in de portefeuille

In augustus hebben wij de bestaande posities in **Aalberts Industries**, **BE Semiconductor Industries**, **Brunel International**, **Kendrion** en **Koninklijke Brill** verder uitgebreid. De positie in **Royal Imtech** hebben wij voor de bekendmaking van de halfjaarcijfers met 75% uitgebreid. Na bekendmaking van de teleurstellende halfjaarcijfers hebben wij besloten de gehele positie te verkopen waarbij op de bijgekochte positie een boekwinst van ruim 10% werd gerealiseerd. De combinatie van wederom sterk tegenvallende operationele resultaten met de daarmee toegenomen risico's op goodwill afschrijvingen en de noodzaak van een te sterk verwaterende claimemissie heeft het toekomstperspectief voor een krachtige turnaround goeddeels teniet gedaan. Pas zodra Royal Imtech erin slaagt definitief orde op zaken te stellen, is opname in de portefeuille eventueel weer opportuun.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas, wereldmarktleider in raambekleding en vooraanstaand producent van architectonische producten, rapporteerde halfjaarcijfers die conform onze taxaties uitkwamen. De omzet over de eerste zes maanden van 2014 steeg met 3,2% naar US\$ 1.323,9 miljoen, de EBITDA kwam uit op US\$ 133,3 miljoen, een toename van 10,8% ten opzichte van H1 2013 (US\$ 120,3 miljoen) en de winst voor belasting nam met 13% toe naar US\$ 77,1 miljoen (H1 2013: US\$ 68,2 miljoen). Uit de cijfers over het tweede kwartaal kan worden afgeleid dat de omzettoename in deze periode licht vertraagde (+2,3%), maar het tempo van de winstgroei juist iets versnelde (+15,7%). Noord-Amerika (40% van de groepsomzet) stelde enigszins teleur met een 1% hogere omzet van US\$ 535 miljoen. Dit was mede het gevolg van het verlies van een grote afnemer in de Verenigde Staten, alsmede door een zwakke ontwikkeling in de Canadese markt die circa 10% van de Noord-Amerika omzet uitmaakt. Bovendien verzwakte de Canadese dollar ten opzichte van de US-dollar, hetgeen een additioneel negatief effect van 1% sorteerde. Gezien de uitdagende situatie op de Europese

markt (39% van de groepsomzet) was de omzet van US\$ 518 miljoen, een stijging van 7% ten opzichte van H1 2013, een positieve verrassing. Van deze stijging was overigens 5%-punt het gevolg van de gestegen euro ten opzichte van de US-dollar. Binnen Europa onderscheidde zich de Engelse markt in positieve zin met een omzetgroei van 10%. In Nederland, dat in 2013 scherp terugviel, was er een bescheiden (+2%) herstel. De Duitse en vooral Scandinavische markt ontwikkelden zich onveranderd positief. Dochter Gardinia (74%-deelneming), gespecialiseerd in voorverpakte raambekledingsproducten via bouwmarkten in Duitsland (50%) en Oost-Europa (50%), herstelde zich van een uiterst zwak 2013. Latijns Amerika (9% van de groepsomzet) had eens te meer te lijden van valutazwakte (-13%) die slechts deels werd gecompenseerd door een volumestijging van 10%. In Azië (8% van de groepsomzet) stegen de verkopen met 6% naar US\$ 107 miljoen, volgend op een relatief teleurstellend 2013. Ten aanzien van het investeringsbeleid was er geen verandering ten opzichte van de in maart jl. genoemde voornemens. De investeringen blijven dit jaar beperkt tot circa US\$ 70 miljoen en blijven daarmee ruimschoots binnen de voorziene afschrijvingen van circa US\$ 85 miljoen. Daardoor is de onderneming in staat haar schuldenpositie snel te reduceren. In de eerste zes maanden liep de schuldpositie ruim US\$ 100 miljoen terug tot US\$ 1,14 miljard. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 3,00 per aandeel (2013: € 2,32). De gepresenteerde halfjaarcijfers geven ons daarbij meer comfort dat deze taxatie ook daadwerkelijk kan worden gerealiseerd. Per 1 juli jl. zijn de verkoopprijzen van *branded products* in de Verenigde Staten met 3% verhoogd. In combinatie met efficiencyvoordelen die voortkomen uit de stroomlijning van de assemblagebedrijven in de VS, moet dit leiden tot een hogere winstbijdrage in vergelijking met het enigszins teleurstellende resultaat van de tweede helft van 2013. Wij houden tenslotte rekening met een voorziening voor reorganisatie van US\$ 5 miljoen in H2 2014, hetgeen ook gunstig vergelijkt met de overeenkomstige periode van 2013 toen US\$ 12 miljoen opzij werd gezet voor stroomlijning van de Europese en Australische operaties. Tegen de huidige beurskoers van € 33,90 wordt 11,3 maal de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Uitgaande van een licht hoger dividend van € 1,50 per aandeel (2013: € 1,25) komt het dividendrendement op 4,4%. Wij houden sterk rekening met een belangrijk hogere eenmalige dividenduitkering over het boekjaar 2015. In 2010 keerde Hunter Douglas naast het reguliere dividend een superdividend uit van € 7,00 per aandeel. Bestuursvoorzitter Ralph Sonnenberg zegde in maart jl. immers toe een hogere uitkering te overwegen zodra de Net Debt/EBITDA verhouding het niveau van 1 zou bereiken. Van het sterk cash genererende Hunter Douglas mag worden verwacht dat dit niveau zeker in de loop van volgend jaar en wellicht al per ultimo 2014 zal worden bereikt. Daarmee kan worden geconstateerd dat de aandelen Hunter Douglas zich bij de huidige beurswaardering kwalificeren als een eersteklas defensieve belegging.

TKH Group, leverancier van technologie-oplossingen, rapporteerde beter dan verwachte halfjaarcijfers 2014. De omzet steeg met 11,9% van € 587,1 miljoen naar € 657,1 miljoen, waarbij de omzetgroei in het tweede kwartaal met +13,5% op een versnelling duidt. De EBITDA klom 41% van € 42,7 miljoen naar € 60,2 miljoen, terwijl de nettowinst uitkwam op € 33,5 miljoen (H1 2013: € 19,4 miljoen), een stijging van 73%. Eens te meer was het de sector Industrial Solutions, en meer in het bijzonder de bandenbouwactiviteiten, die boven verwachting presteerde. De omzetgroei in dit segment groeide met bijna 28% in Q2 2014, terwijl ook de EBITA-toename van 42,5% werd gedragen door Industrial Solutions. In bandenbouw vertaalden de investeringen in nieuwe technologie en productiecapaciteit zich in een forse groei van de orderingang en omzet, waarbij in het eerste halfjaar 2014 een orderingang van meer dan € 200 miljoen werd gerealiseerd. Het marktaandeel binnen de top-5 bandenbouwers in de industrie werd verder uitgebreid en ook de orderingang buiten de grote vijf bandenbouwers nam toe. De verbeterde bezetting op de diverse productielocaties vertaalde zich in een hogere marge. In H1 2014 boekte Industrial Solutions op een omzet van € 334 miljoen een EBITA van € 41,1 miljoen, waaruit een Return on Sales (ROS) van 12,3% volgt. Bij Building Solutions steeg de EBITA met bijna 10% naar € 18,3 miljoen op een nagenoeg stabiele omzet van € 242 miljoen, vooral door de doorgevoerde efficiencymaatregelen en de focus op de verticale groeimarkten. In Telecom Solutions stabiliseerde de omzet op ruim € 80 miljoen, maar daalde de EBIT van € 8,3 miljoen naar € 6,7 miljoen tengevolge van druk op de marges door overcapaciteit en het binnenhalen van een aantal strategische projecten, waar de kosten voor de baat uitgingen. De teruggang in Telecom Systems kwam feitelijk uitsluitend op conto van het snel slinkende segment van Copper network systems, waar de omzet met 42% daalde. Vanaf 1 januari a.s. wordt dit subsegment vanwege de geringe omvang samengevoegd met het subsegment Indoor telecom systems. Het TKH-management verhoogde de prognose van het

jaarresultaat 2014 naar een nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten naar een bandbreedte van € 75 tot € 82 miljoen. Het in juli vergrote belang in Augusta Technologie AG (van 62,3% naar 91%) zal mede bijdragen aan de verhoogde schatting. TKH is inmiddels een *merger squeeze out* procedure gestart voor het verkrijgen van de resterende 9% van de aandelen. TKH streeft naar een verdere versnelling in de samenwerking tussen de vision-technologiebedrijven binnen de TKH-groep en Augusta om hiermee een gezamenlijke strategie uit te rollen. Het in juli verworven additionele belang in Augusta werd door TKH uit de beschikbare kredietfaciliteiten gefinancierd. Per medio 2014 bedroeg de solvabiliteit 40,8%, de rentedekking 14,6 en de Net debt/EBITDA-ratio 1,6, waarmee TKH ruim binnen de met de banken overeengekomen financiële ratio's opereert. De overname van de resterende 38% van de aandelen Augusta AG vergt een bedrag van circa € 97 miljoen, uitgaande van een exit-koers van € 30,- per aandeel. Het is denkbaar dat TKH de finale financiering van deze acquisitie in een later stadium mede door een sub-10 aandelenuitgifte realiseert. Vooralsnog hanteren wij voor geheel 2014 een taxatie van de winst per aandeel van € 2,05 (2013: € 1,48), waaruit bij een stabiele pay out van 50% van de nettowinst een dividend van € 1,02 kan worden uitgekeerd. Tegen de huidige beurskoers van € 25,40 wordt daarmee 12,4 maal de verwachte winst voor het lopende boekjaar voor de aandelen TKH Group betaald. Het dividendrendement bedraagt 4%.

Brunel International (internationale detachering en Energy Services) rapporteerde halfjaarcijfers 2014 die in lijn lagen met de analistenverwachtingen, maar die voor wat betreft de jaarprognose achterbleven bij de marktconsensus. De omzet nam in het eerste halfjaar 2014 met 13% toe van € 600,7 miljoen naar € 681,4 miljoen. De EBIT klom 32% van € 26,9 miljoen naar € 35,6 miljoen, waarbij de EBIT-marge verbeterde van 4,5% naar 5,2%. In het tweede kwartaal 2014 was echter sprake van een duidelijke groeivertraging: de omzet steeg weliswaar met 12% van € 304,5 miljoen naar € 340,6 miljoen, maar de stijging van de EBIT bleef beperkt tot 8% van € 13,5 miljoen naar € 14,5 miljoen. Voor geheel 2014 voorspelt het management een omzet- en EBIT-groei tussen 5 en 10%, mede omdat de marktomstandigheden in Energy op korte termijn uitdagend blijven en Brunel in Duitsland wordt geconfronteerd met een relatief hoog verloop in de rangen van de account managers. In Brunel Oil & Gas, goed voor ruim 70% van de groepsomzet, zag Brunel in het eerste halfjaar drastische investeringsbeperkingen bij de zogenaamde Oil Majors (Exxon, Royal Dutch, Chevron) die goed zijn voor circa 40% van haar opbrengsten. Deze daling kon deels worden gecompenseerd door het aantrekken van nieuwe accounts bij kleinere oliemaatschappijen. Deze trend lijkt zich de laatste maanden weer te versterken. De projectenbusiness kende in Q2 2014 nog een opleving, maar het is inmiddels duidelijk dat de recordactiviteit uit 2012-2013, toen hoge omzetten in Australië werden gerealiseerd, in dit segment niet meer zal terugkeren. Het Brunel-management verwacht dat de groei in Oil & Gas in 2015 weer zal aantrekken en sluit niet uit dat deze *double digit* zal blijken te zijn. Het gegeven dat slechts een klein deel van deze omzet betrekking zal hebben op Projecten, betekent dat Brunel minder langdurig behoeft voor te financieren op deze projecten. Dit plaveit de weg voor een hogere dividend pay out ratio. Deze bedroeg in 2013 bijna 54% en kan over het lopende jaar stijgen naar 60% om de jaren daarna door te groeien naar 100%. Voorwaarde voor dit scenario is dat Brunel International tenminste een netto kaspositie van € 100 miljoen aanhoudt, hetgeen als ondergrens wordt gezien voor het weerstandsvermogen van de Groep. Voor Nederland en Duitsland mag op een omzet- en winstgroeierversnelling worden gerekend in 2015. In Nederland worden 75 nieuwe account managers aangenomen om deze groei te faciliteren. In Duitsland zal een nieuw ERP-systeem worden ingezet per 1 september, hetgeen de kwaliteit van de geleverde performance ten goede moet komen. Nieuwe account managers die dit jaar zijn gestart, zullen naar verwachting volgend jaar productiever opereren dan in het nu lopende jaar. Per saldo verlagen wij onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van € 1,20 naar € 1,10 (2013: € 1,02), maar zien wij voor 2015 alsnog onze oorspronkelijke taxatie van 2014 bewaarheid worden. Dit impliceert een winststijging van 10% in 2015. Tegen deze achtergrond achten wij de huidige beurswaardering, € 18,75 per aandeel, ofwel 15,6 maal de verwachte winst 2015, uiterst aantrekkelijk. Temeer daar op basis van een hogere pay out ratio, Brunel International zich feitelijk kwalificeert als een eersteklas (dividend)rendementsaandeel. Bij een 60%-pay out over 2014 komt het getaxeerde dividend per aandeel 2014 op € 0,66, hetgeen zich vertaalt naar 3,5% dividendrendement. Mocht de pay out over 2015 worden opgetrokken naar 80%, dan bedraagt het toekomstige dividendrendement zelfs 5,1%.

Kendrion, wereldmarktleider in elektromagneten, rapporteerde sterke cijfers over het eerste halfjaar 2014. De omzet steeg met 36% van € 158,4 miljoen naar € 215,7 miljoen, waarvan 8,9% een autonoom karakter had. De EBITA nam met 61% toe van € 10,9 miljoen naar € 17,6 miljoen. In het tweede kwartaal versnelde de autonome omzetgroei naar 11,2%, gedreven door projecten in de automotive sector die in de tweede helft van vorig jaar zijn gestart en door een sterkere economische groei. De industriële divisie realiseerde in Q2 2014 een omzetgroei van 6,5% en de Automotive divisie registreerde een omzettoename van 13,7%. Deze krachtige groei weerspiegelt het succes van de focus op nieuwe innovatieve projecten. De afgelopen jaren heeft Kendrion sterk ingezet om leidende posities in elektromagnetische nichemarkten te verwerven. Dit heeft ertoe geleid dat de onderneming inmiddels is getransformeerd in een gefocuste, technisch geavanceerde en innovatieve groep van bedrijven die wereldwijd actief is. Ondersteund door de overname van Kuhnke, in mei 2013, breidt Kendrion haar activiteiten uit naar de markt voor mechatronische systemen en subsystemen. Kendrion is steeds beter in staat als strategisch relevante aanbieder toegevoegde waarde te bieden aan haar afnemers. Hierbij heeft groei buiten Europa in de periode 2014 – 2016 prioriteit. In de tweede helft van het lopende jaar zullen meerdere nieuwe projecten starten, in het bijzonder in Duitsland en China. Deze zullen gepaard gaan met aanloopkosten die de marge in de tweede helft van het jaar enigszins onder druk zal zetten. De onderneming onthoudt zich van een specifieke prognose van het te verwachten jaarresultaat, maar gaat wel uit van een voortzetting van de gunstige trends van het eerste halfjaar. Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel 2014 van € 1,55, waarmee de aandelen Kendrion tegen de huidige beurskoers van € 22,90 worden gewaardeerd op 14,8 maal de verwachte winst. Bij een 50% pay out komt het verwachte dividendrendement alsdan op 3,4%.

Aalberts Industries (Industrial Services & Flow Control) rapporteerde tevredenstellende halfjaarcijfers 2014. De netto omzet steeg met 4% naar € 1.054 miljoen (H1 2013: € 1.017 miljoen), terwijl het bedrijfsresultaat (EBITA) met 9% toenam van € 107,4 miljoen naar € 116,6 miljoen. De EBITA-marge verbeterde van 10,6% naar 11,1%. De netto financieringslasten bedroegen € 8,5 miljoen (H1 2013: € 10,0 miljoen) en de belastingdruk kwam uit op 28,1% (H12013: 27,0%). Het netto resultaat voor amortisatie steeg met 9% naar € 79,3 miljoen (H1 2013: € 73,0 miljoen) en per aandeel naar € 0,72 (H1 2013: € 0,67). Industrial Services zag de netto omzet met 7% toenemen tot € 323,4 miljoen en de EBITA met 9% naar € 41,1 miljoen. De EBITA-marge klom van 12,5% naar 12,7%. De investeringen daalden sterk (-38%) naar € 22,0 miljoen, maar bleven wel boven de afschrijvingen (€ 17,3 miljoen). In Flow Control was de stijging van de netto omzet bescheiden met +2% naar € 730,1 miljoen, maar verbeterde de EBITA met 8% naar € 75,5 miljoen. Hierdoor steeg de EBITA-marge van 9,8% naar 10,3%. De investeringen waren met € 15,8 miljoen 29% lager dan in dezelfde periode van 2013 en bleven ook binnen de afschrijvingen van € 23,3 miljoen. CEO Wim Pelsma benadrukte dat de focus van Aalberts Industries gericht blijft op versterking van de marktposities dichtbij de eindgebruiker, zowel autonoom als via acquisities, een continue verbetering van de marketing- en verkoopaanpak en verdere implementatie van projecten die de efficiency, winstgevendheid en het rendement op het geïnvesteerde kapitaal verhogen. Door deze focus en een goede orderpositie verwacht Pelsma een verdere vooruitgang te boeken in het lopende jaar en de jaren daarna. Op het gebied van acquisities wist Aalberts dit jaar drie wapenfeiten te melden. Nexus Valves (USA) werd in maart overgenomen en voegt circa US\$ 20 miljoen aan de omzet toe. In juli volgde de Flamco Group, een belangrijke producent van expansievaten, toebehoren en bevestigingstechnologie met een jaaromzet van ongeveer € 125 miljoen. Tenslotte is Aalberts voornemens om het Duitse Impreglon SE via een bieding op de uitstaande aandelen over te nemen. Impreglon is specialist op het gebied van oppervlakbehandelingen en heeft een jaarlijkse omzet van circa € 140 miljoen. De drie overnames voegen ruim 13% toe aan de groepsomzet (2013: € 2.040 miljoen). Over het komende boekjaar zullen zij volledig bijdragen aan de groepsomzet en de resultaten.

Wij taxeren een extra bijdrage aan de winst per aandeel van circa € 0,03 in de tweede helft van 2014 en van circa € 0,10 in 2015. Tegen de huidige beurskoers van € 20,95 wordt thans 13,5 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Aalberts Industries betaald. Het dividendrendement komt, bij een pay-out percentage van 30%, op 2,3%.

Neways Electronics International, internationaal actief in de EMS-markt, Electronics Manufacturing Services, maakte halfjaarcijfers bekend die achterbleven bij de marktverwachting. Weliswaar steeg de netto omzet in de eerste zes maanden van 2014 met 1,7% naar € 133,6 miljoen en kwam de nettowinst uit op € 3,0 miljoen (H1 2013: € 0,9 miljoen), de orderportefeuille daalde daarentegen met 11% van € 68,5 miljoen naar € 60,8 miljoen. Deze scherpe daling die zich

in het tweede kwartaal voltrok, is voor ongeveer de helft het gevolg van de toename van leveringen volgens het SMOI (supplier managed owned inventory) principe. Deze leveringen zitten niet begrepen in de orderportefeuille. De voorraden van de opdrachtgever liggen bij het SMOI principe bij Neways en kunnen op afroep door de opdrachtgever worden opgevraagd en uitgeleverd. Inmiddels worden vier grote klanten, waaronder Philips Medical, volgens dit principe beleverd. Neways is positief over deze ontwikkeling, die zo'n drie jaar geleden voor het eerst werd geïntroduceerd in de automotive-industrie, omdat de relatie met de klant erdoor wordt verstevigd. Het binnenkort overgenomen BuS heeft al meer ervaring met SMOI. Pas in een later stadium zal Neways goed vergelijkbare cijfers (like-for-like) omtrent orderportefeuille en SMOI-ontwikkeling kunnen geven, zodat de *visibility* in de onderliggende orderingang wat scherper wordt. Behalve het SMOI-effect was er een kleinere orderingang bij de twee grootste klanten ASML (klanten wachten op de nieuwe EUV-machine) en Philips Medical, vanwege te hoge voorraden bij de moeder. Voorts werd gemeld dat een grote klant onder Industrieel (goed voor 10% van de omzet van € 50 miljoen in H1 2014) actief is in Agriculture en haar producten, waarvoor Neways microelectronica inbouwt, aan Rusland levert. Hier wordt intussen de invloed van de boycot gevoeld. In positieve zin viel de gestegen omzet in Automotive op van € 14 miljoen tegen € 11 miljoen in H1 2013 en van € 12 miljoen in H2 2013. Neways raakt steeds beter ingevoerd bij de grote Duitse autofabrikanten Audi, BMW, Mercedes en VW. De acquisitie van BuS zal deze positie alleen maar versterken. Defensie begint ook beter te draaien, eveneens op grond van recent verworven contracten in met name Duitsland. De defensie-omzet zal echter bescheiden blijven. Vorig jaar bedroeg deze € 6 miljoen, dit jaar € 7 - 8 miljoen. Overigens blijft de aandacht vooral gericht op de aanstaande integratie van BuS. Deze zal niet eind augustus, maar eind september worden afgerond, waarna ook de details van de financiering bekend zullen worden gemaakt. Het zetten van de laatste punten en komma's in het contract vergde deze zomer wat langer dan verwacht, vandaar dat een maand langer de tijd wordt genomen om de overeenkomst af te ronden. Dit scheelt Neways één maand rente. De cijfers van BuS worden met terugwerkende kracht vanaf 1 juli geconsolideerd. Het gaat in operationele zin nog altijd uitstekend bij BuS. Over de eerste vijf maanden werd een operationele marge van 8% geboekt en CEO Vincent de Bock liet doorschemeren dat de goede ontwikkeling zich daarna had doorgezet. Omdat de definitieve koopprijs mede afhangt van de resultaten van BuS in H1 2014 zal deze naar verwachting iets hoger uitkomen dan eerder geïndiceerd. Voor geheel 2014 houdt Neways overigens vast aan haar oorspronkelijke prognose van een BuS-omzet van € 118 miljoen en een EBIT-marge van 6%. Mocht BuS de trend van de eerste vijf maanden kunnen vasthouden, dan zou de betere performance van BuS de voorziene lichte daling bij Neways in de tweede helft van 2014 kunnen opvangen. Voor geheel Neways lijkt de winst per aandeel dit jaar op circa € 0,75 uit te kunnen komen (H1 2014: € 0,30). Bij een volledige BuS-bijdrage in 2015 kan bij gelijkblijvende marktomstandigheden zeker € 1,25 worden gehaald, mede door een lagere belastingdruk omdat de Duitse winstbijdrage voorlopig netto-voor-bruto is vanwege beschikbare verliescompensatie. Het management geeft hoog op van de synergievoordelen met BuS: 'We kunnen veel van elkaar leren'. In ieder geval zal de Chinese productiecapaciteit beter zijn bezet, neemt de toegang tot nieuwe klanten in de Duitse automotive industrie toe en is er meer ontwikkelcapaciteit (+50 ingenieurs in Erfurt). De investeringen blijven relatief hoog, onder andere door uitbreiding van het magazijn in Slowakije. Tegen de huidige beurskoers van € 8,25 wordt 11,0 maal de getaxeerde winst 2014 voor de aandelen Neways betaald. Indien de integratie goed wordt uitgevoerd en de wereldeconomie niet terugvalt, ontstaat in 2015 een comfortabeler uitgangssituatie. Met dan een volledig jaar winstbijdrage van BuS, kan de winst per aandeel doorgroeien naar € 1,25, waarmee de aandelen een uiterst lucratief bezit vormen. Uitgaande van een pay out van 30% van de nettowinst, komt het dividendrendement alsdan op 4,5%.

Koninklijke Boskalis Westminster, internationale dienstverlening op het gebied van baggeren, maritieme infrastructuur en maritieme diensten, rapporteerde zeer sterke halfjaarcijfers 2014. De omzet nam met 20% toe van € 1,3 miljard naar € 1,5 miljard, waarbij de autonome groei uitkwam op 13,4%. Het bedrijfsresultaat (EBITA) verdubbelde ruimschoots van € 162 miljoen naar € 338 miljoen. De resultaten stegen scherp in alle drie segmenten. *Dredging & Inland Infra* kende een druk eerste halfjaar met een hoge beladingsgraad van de vloot, goede marges op projecten en een aanzienlijke bijdrage uit hoofde van settlements van oude projecten. *Offshore Energy* kende eveneens een voortvarende eerste helft van het jaar met een hoge beladingsgraad van de vloot en goede marges op projecten. Het vorig jaar overgenomen Dockwise droeg in 2014 een extra kwartaal bij in vergelijking met 2013, terwijl er tevens extra inkomsten konden worden genoteerd uit hoofde van *cancellation & rescheduling fees*. Tenslotte kende *Towage &*

Salvage een rustig eerste halfjaar, maar was er een mooi resultaat uit de afhandeling van projecten uit het verleden. Het orderboek had medio 2014 een waarde van € 3.146 miljoen tegen € 3.323 miljoen ultimo 2013, een daling van ruim 5%. Het management voorziet geen wezenlijke veranderingen in het markt sentiment in het restant van het jaar. Op basis van het bestaande orderboek wordt voor Dredging en Offshore Energy een gezonde vlootbezetting verwacht, zij het dat de beladingsgraad wat lager zal liggen dan in de eerste zes maanden van het jaar. Daarnaast zal het operationele resultaat van Dredging lager uitvallen dan in het eerste halfjaar door afwezigheid van settlements-resultaten. Dit laatste is eveneens van toepassing op het resultaat van Offshore Energy. Ten aanzien van Towage & Salvage wordt een stabiel resultaat voorzien. Het management beperkt zich tot de prognose dat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, de nettowinst die van 2013 van € 366 miljoen zal overtreffen. Daar wordt aan toegevoegd dat de investeringen naar verwachting circa € 300 miljoen zullen bedragen. Deze zullen worden gefinancierd uit de eigen cashflow. De financiële positie van Boskalis is zeer sterk met een solvabiliteit van 50%. Als gevolg van het zeer hoge resultaat in de eerste jaarhelft en de lagere schuldpositie is de Net debt/EBITDA-ratio gedaald naar 0,7x. Tegen deze achtergrond en in het raamwerk van het Business Plan 2014 – 2016 heeft de onderneming alsnog besloten tot het ten uitvoer brengen van een aandeleninkoopprogramma van 10 miljoen stuks (8% van uitstaande aandelen). In de periode 18 t/m 22 augustus werden in dit kader reeds 150.500 aandelen ingekocht tegen een gemiddelde beurskoers van € 41,57 per aandeel.

Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van € 2,75 naar € 3,50 (2013: € 2,65), waarmee de aandelen Boskalis tegen de huidige beurskoers van € 44,50 op circa 12,7 maal de verwachte winst 2014 worden gewaardeerd. Wij voorzien bij deze verhoudingen een dividendrendement van 3,4%.

Internationaal ingenieursbureau **Arcadis** meldde het voornemen tot overname van Callison, een consultant op het gebied van architectuur en design met kantoren in de Verenigde Staten, China, Europa, het Midden Oosten en Mexico. Callison is op projectbasis actief in meer dan 25 landen en realiseert met meer dan 1000 medewerkers een jaarlijkse omzet van US\$ 167 miljoen. Arcadis zal de aandelen in Callison overnemen van private equity onderneming Blue Point Capital, alsmede van het management en key medewerkers. Het voornemen bestaat de kennis en positionering van Callison te bundelen met die van Arcadis-dochter RTKL, welke Arcadis in 2007 overnam en die sindsdien uitstekend heeft gepresteerd. Arcadis zal de acquisitie financieren door middel van een nieuwe 5-jaarslening van US\$ 120 miljoen plus bestaande cashreserves. De overnameprijs ligt in lijn met multiples zoals Arcadis die eerder betaalde voor soortgelijke overnames en is gebaseerd op een genormaliseerde EBITA van US\$ 25 miljoen. De overname zal naar verwachting in het derde kwartaal worden afgerond en zal direct bijdragen aan de winst per aandeel. De aan de overname gerelateerde kosten bedroegen US\$ 3,5 miljoen en zijn deels in het tweede kwartaal genomen en zullen voor het restant in Q3 ten laste van de resultaten komen. Daarentegen werd Arcadis geconfronteerd met een onverwachte oppositie tegen de eerder door haar geannonceerde overname van Hyder Consulting, een op de Engelse beurs genoteerde collega-onderneming. In eerste instantie bood Arcadis 650 pence voor een aandeel Hyder, waarna het Japanse Nippon Koei een hoger bod lanceerde van 680 pence. Na ampel overleg besloot Arcadis hierop een knock out bieding van 730 pence te doen, welke direct werd gecombineerd met de aankoop van een belang van 15,6% van de aandelen Hyder Consulting tegen de hogere biedprijs. Hiermee komt de overnameprijs op ruim GBP 287 miljoen, ofwel 12,3% hoger dan de aanvankelijk door Arcadis geboden prijs die door de markt al als 'stevig' was aangemerkt. In elk geval is Hyder Consulting met een exit EV/EBIT van 16x de duurste overname van een beursgenoteerde UK-consultant in de geschiedenis. De groepsomzet van Arcadis zal hierdoor met circa 15% zal toenemen. De strategische rationale is uitstekend. Met name verwerft Arcadis een presentie in Australië, waar Hyder 26% van de opbrengsten realiseert, en in welke markt Arcadis ondervertegenwoordigd is. Hyder is sterk op het gebied van design & engineering en kan uit dien hoofde een waardevolle aanvulling op de Arcadis dienstenportefeuille leveren. In eerste instantie zal Arcadis de overname financieren door middel van een zogenaamde *bridge loan*. Binnen twee jaar verwacht het management een ROIC van 10% op de transactie te realiseren, waardoor uiteindelijk de overname een sterk winstverhogende invloed zal hebben. Hiermee borduurt Arcadis verder op een sterk track record van acquisities, waar in een eerder stadium onder andere EC Harris in 2011 een grensverleggende overname was. Wij sluiten overigens een aandelenuitgifte ter medefinanciering van de beide acquisities in een later stadium allerminst uit. Wij handhaven vooralsnog onze winsttaxatie voor 2014 van € 1,65 per aandeel (2013: € 1,54) en voorzien een dividend van € 0,61 (2013: € 0,57) per aandeel.

Tegen de huidige beurskoers van € 24,80 wordt daarmee 15,0 maal de verwachte winst voor de aandelen Arcadis betaald en komt het verwachte dividendrendement op 2,5%.

De omzet van wetenschappelijke uitgeverij **Koninklijke Brill** is in de eerste helft van 2014 slechts nipt gestegen vergeleken met dezelfde periode vorig jaar. Tegen een omzet van € 12,9 miljoen in H1 2013 stond in H1 2014 een omzet van € 13,0 miljoen, een toename van 0,8%. Deze stijging was nagenoeg geheel de resultante van autonome groei. De ontwikkeling van de dollarkoers had slechts een marginaal effect op de omzet gedurende het eerste halfjaar. Onder een strikte interpretatie van de met terugwerkende kracht per 1 januari jl. overgenomen uitgeverij Rodopi, kunnen de resultaten van deze onderneming pas met ingang van het tweede halfjaar worden geconsolideerd. De overgenomen activiteiten voldeden intussen aan de verwachtingen en waren winstgevend. Het eind 2013 overgenomen fonds Hes & De Graaf had in het eerste halfjaar nog weinig invloed op de cijfers. De EBITDA bleef vrijwel gelijk op € 1,2 miljoen. De winst per aandeel daalde van € 0,28 naar € 0,27. Omdat de omzet van boeken de laatste jaren schommelingen laat zien en het eindresultaat voor 2014 sterk afhankelijk is van de ontwikkeling van de verkopen in het laatste kwartaal, doet de onderneming nog geen concrete uitspraak over het jaarresultaat. Niettemin wordt, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, wel een hogere omzet en winst verwacht. Daarbij lijkt de bijdrage van de eerder genoemde acquisities mede een rol te spelen. Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van €1,53 naar € 1,40 (2013: € 1,31), omdat de bijdrage van de twee acquisities aan de winst van Brill langer op zich laat wachten dan eerder werd voorzien. Daar staat tegenover dat de huidige lagere US\$-koers in beginsel gunstig is voor Brill, omdat het overgrote deel van de omzet in US dollars of aan de dollar gerelateerde valuta's wordt afgerekend. Tegen de huidige beurskoers van € 24,10 wordt 17,2 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en komt het verwachte dividendrendement op 5% uitgaande van een stabiele pay out van 85% van de nettowinst.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 september 2014 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	14,3%
Hunter Douglas	10,9%
Nedap	10,6%
Acomo	9,4%
TKH Group	8,9%
Brunel International	8,3%
Aalberts Industries	8,0%
Kendrion	7,8%
BE Semiconductor Industries	7,0%
Koninklijke TenCate	5,3%
Overige 4 deelnemingen	12,4%
Totaal	102,9%

Vooruitzichten

De economische indicatoren wijzen voor West-Europa op een zeer gematigde economische groei in de komende periode. In de Verenigde Staten zijn de perspectieven wat dat betreft gunstiger. Het lijkt erop dat de verschillen in groeitempo uiteindelijk ook van invloed zijn op de valutaverhoudingen. Zo is de US dollar de laatste vier maanden met ruim 6% 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

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

toonzetting van de halfjaarcijfers 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 2014 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van circa 14,7 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,8%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 3 september 2014