

MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2014

Inleiding

De maand februari werd gekenmerkt door koersstijgingen over een breed front. De AEX-index steeg met 3,0% naar 398,54, de Amsterdam Midkap-index klom 5,2% naar 665,21, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 7,3% vooruitging naar 561,74.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in februari 2,7% van € 33,46 naar € 34,37. Over de eerste twee maanden van 2014 bedroeg de stijging van de intrinsieke waarde 3,8%.

Het fondsvermogen per 3 maart 2014 bedraagt € 66,7 miljoen, waarvan een bedrag van € 64,7 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquide positie maakt hierdoor 2,9% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 maart 2014 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 34,19
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 34,37
Fondsvermogen	€ 66.651.148
Aantal uitstaande aandelen	1.939.494

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	+3,77	+47,08
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	-0,52	+1,84
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+5,74	+18,70
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+8,54	+2,09

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 28/02/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/02/2014)

Peildatum: 28/02/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+71,4	+25,9	+25,5	+18,1
2.	Neways Electronics Int.	+71,3	+88,2	+31,7	+ 8,0
3.	UNIT4	+52,1	+45,7	+ 1,2	+ 0,1
4.	Aalberts Ind.	+44,5	+29,9	+ 9,1	+ 5,6
5.	Kendrion	+34,1	+17,1	+ 9,6	+ 6,5
6.	Koninklijke TenCate	+29,8	+30,6	+ 1,7	+ 0,9
7.	Arcadis	+28,0	+46,1	+ 9,2	+ 3,4
8.	TKH Group	+26,7	+18,6	+ 0,9	- 0,4
9.	Brunel International	+20,3	+19,7	+ 1,5	+ 5,5
10.	Acomo	+11,3	+ 9,0	+ 5,3	+ 4,8
11.	Boskalis Westminster	+10,5	+21,1	- 1,2	+ 1,9
12.	Koninklijke Brill	+ 9,6	+11,7	+ 6,8	+ 0,9
13.	Hunter Douglas	+ 9,4	+ 8,0	+ 4,4	+ 0,4
14.	Nedap	- 3,8	+ 2,6	+ 2,6	- 2,9
15.	ASM International	- 8,0	+18,4	+12,5	+12,7
16.	Royal Imtech	- 41,7	+ 8,3	-2,6	- 6,0

- In februari realiseerden 13 van de 16 deelnemingen (= 81%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren eveneens 13 van de 16 ondernemingen (= 81%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand waren **ASM International** en **BE Semiconductor Industries** de sterkste stijgers in de portefeuille. De beide toeleveranciers aan de halfgeleiderindustrie rapporteerden tevredenstellende cijfers over het vierde kwartaal 2013 en spraken zich daarnaast in positieve bewoordingen uit ten aanzien van de verwachtingen voor het lopende boekjaar;
- **Royal Imtech** is de enige deelneming die op jaarbasis een aanzienlijke negatieve koersperformance heeft gerealiseerd. Op termijn voorzien wij voor Royal Imtech echter een significant koerspotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In februari hebben wij de posities in **BE Semiconductor Industries**, **Koninklijke Boskalis Westminster**, **Koninklijke Brill** en **TKH Group** verder uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Op de bieding van € 38,75 per aandeel **UNIT4** (producent van bedrijfssoftware en cloudapplicaties) van private equity investeerder Advent International is 95,2% van de aandelen aangemeld. Deze overtuigende reactie heeft ook ons doen besluiten om onze stukken (circa 1% van de uitstaande aandelen) in de *Post Closing Acceptance Period* aan te melden. Op de Buitengewone vergadering van Aandeelhouders van 19 februari jl. waar het bod van Advent aan de orde werd gesteld, hadden wij een neutraal standpunt ingenomen. Weliswaar vertegenwoordigde de bieding een zekere premie in vergelijking met de marktwaarde in de maanden voorafgaand aan de eerste interesse van private equity investeerders, wij meenden echter dat van een echte *knockout* bieding allerminst sprake was. Met name de waardering van kroonjuweel FinancialForce.com, de snel groeiende cloudapplicatie-venture waarin UNIT4 een ruime meerderheidsparticipatie houdt, was naar onze mening te laag ingeschat. In dit kader verwezen wij naar een analyse van Goldman Sachs, adviseur van Advent International, die in november 2013 een zogenaamde '*M&A valuation*' van € 59,30 per aandeel berekende, te weten 5 maal de verwachte EV/recurring revenues voor 2015. Nu een overweldigende meerderheid van de aandeelhouders de aandelen heeft aangemeld, zijn wij met onze relatief geringe participatie niet in

staat een hogere bieding af te dwingen. Op 17 maart a.s. zal derhalve de tegenwaarde van onze participatie in UNIT4 op onze rekening worden bijgeschreven. Met dit bedrag, ter grootte van bijna € 10 miljoen, zullen wij in eerste instantie de belangen in bestaande deelnemingen, voor zover opportuun, versterken.

ASM International (toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie) rapporteerde beter dan verwachte cijfers over het vierde kwartaal 2013. De netto omzet steeg met 9% ten opzichte van het derde kwartaal van € 116,4 miljoen naar € 126,9 miljoen, terwijl de bruto winstmarge licht verbeterde van 39,1% naar 39,3%. De omzetsijging werd met name gedreven door belangrijk hogere (PE)ALD verkopen. Ook de orderingang verraste in positieve zin en bedroeg € 133,1 miljoen, een stijging van bijna 19% in vergelijking met het vorige kwartaal (€ 112,2 miljoen). De EBIT kwam uit op € 15,8 miljoen, beduidend hoger dan de marktconsensus van € 13,0 miljoen. Het management, bij monde van CEO Chuck del Prado, betoonde zich optimistisch ten aanzien van de voortgang in de eerste helft van 2014. Gecorrigeerd voor valuta-afwijkingen wordt een dubbelcijferige groei voorzien. Voor de tweede helft van het jaar werd nog geen prognose gegeven, gezien de nog beperkte visibility. Ten aanzien van 40%-deelneming ASM PT, genoteerd aan de beurs van Hongkong, werd weliswaar een lagere orderingang in het eerste kwartaal 2014 gemeld, maar tevens gewag gemaakt van de verwachting van aantrekkende orders later dit jaar. De beurskoers van ASM PT steeg met ruim 5% op dit bericht. Met een netto kaspositie van € 312 miljoen is ASM International sterk gefinancierd en uitstekend geëquipeerd voor verdere groei. Op basis van een *sum-of-the-parts* calculatie komt de benaderde waarde van beursgenoteerd Front end (ASMI) + de 40%-participatie in ASM PT op basis van conservatieve aannames op circa € 35,- per aandeel. De beurskoers noteert thans € 27,50, zodat er sprake is van een discount van ruim 20% ten opzichte van de *fair value*.

Na een sterke groei in de voorafgaande jaren hebben de opbrengsten van **Nedap** te Groenlo, aanbieder van technologische oplossingen op het gebied van onder meer security management, retail, gezondheidszorg en energie systemen, in 2013 een pas op de plaats gemaakt. De totale opbrengsten kwamen uit op € 173,7 miljoen, 1% hoger dan over 2012 (€ 171,9 miljoen). De marktgroepen Automatic Vehicle Information (AVI), Energy Systems, Healthcare en Retail lieten een duidelijke groei zien. De opbrengsten van de marktgroepen Light Controls en Security Management waren nagenoeg gelijk aan die van 2012. De marktgroepen Library Solutions en Livestock Management (voorheen: Agri) bleven achter bij het voorgaande jaar. De toegevoegde waarde, uitgedrukt in een percentage van de opbrengsten steeg van 67,8% naar 68,4%. Door het blijven investeren in proposities en organisatie stegen de kosten harder dan de toegevoegde waarde, waardoor de winst daalde van € 13,5 miljoen (2012) naar € 9,8 miljoen. Per aandeel kwam de winst uit op € 1,46 tegenover € 2,01 over 2012. Van de winst zal 75% aan contant dividend worden uitgekeerd, hetgeen overeenkomt met € 1,10 per aandeel (2012: € 1,51). Door de continue investeringen in vernieuwing en commercie is het onderscheidend vermogen van de proposities van Nedap in de afgelopen jaren toegenomen en is de concurrentiepositie van de onderneming in de verschillende markten versterkt. Dit zorgt ervoor dat het management de toekomst met vertrouwen tegemoet ziet en dat over de langere termijn een gezonde groei wordt voorzien. Voor 2014 verwacht Nedap – onvoorziene omstandigheden voorbehouden – een verdere stijging van de opbrengsten. Voor het lopende jaar hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel van € 1,75, mede omdat in het lopende jaar naar verwachting wederom stevig zal worden geïnvesteerd in verkoopbevorderende initiatieven. Tegen de huidige beurskoers van € 29,40 worden aandelen Nedap derhalve gewaardeerd op 16,8 maal de verwachte winst; bij een stabiele pay out van 75% komt het dividendrendement alsdan op 4,5%.

Detacheerder **Brunel International** wist over 2013 wederom recordresultaten te genereren, zowel in de wereldwijd opererende Energy divisie als in de als moeizaam te kenschetsen Europese detacheringmarkt. De resultaten over het vierde kwartaal 2013 overtroffen de marktconsensus. Belangrijkste groeigenerator was eens te meer de Energy divisie met een omzettoename van 24% ten opzichte van dezelfde periode van 2012. De Nederlandse activiteiten gaven een omzetgroei van 8% te zien, waarbij met name de Finance-tak zich positief onderscheidde. Brunel Germany wist een omzetgroei van 4% te realiseren. Zoals verwacht was er een forse (46%) omzetsdaling in de Project-divisie als gevolg van het gereedkomen van enkele grote projecten in Australië gedurende het eerste kwartaal van 2013. Over geheel 2013 boekte Brunel een omzet van € 1,283 miljoen, een stijging van 4% ten opzichte van 2012 (€ 1.237 miljoen). De Energy divisie trok de kar met een krachtige 28% omzetgroei, welke wereldwijd werd gerealiseerd. Brunel Germany

groeide met 10%, terwijl de Nederlandse omzet per saldo met 1% daalde, ofschoon het aantal medewerkers op jaarbasis alweer met 1% toenam, anticiperend op hernieuwde groei. De Project-divisie noteerde een omzetzdaling van 49%. Brunel ondervond het afgelopen jaar enige hinder van de sterke euro. Op basis van gelijke valutaverhoudingen zou de groepsomzet in 2013 met 8% in plaats van 4% zijn gegroeid. Door het lagere aandeel in de winst van de Project-divisie kwam de belastingdruk op groepsniveau lager uit op 31,1% (2012: 35,9%). De nettowinst steeg per saldo met 12% van € 44,1 miljoen naar € 49,5 miljoen, per aandeel van € 1,85 naar € 2,04. Het voorgestelde dividend per aandeel werd met 10% verhoogd van € 1,00 naar € 1,10. De managementstructuur werd versterkt doordat de Raad van Bestuur met drie nieuwe leden werd vergroot. Alle drie, Jeroen Ekkel (COO Europa), Peter de Laat (CFO) en Arjan de Vries (COO Energy), zijn afkomstig uit de eigen rangen. CEO Jan Arie van Barneveld lijkt daarmee tijdig in te spelen op een mogelijk aanstaand vertrek. Niet nadat hij vermoedelijk ook over 2014 weer nieuwe recordresultaten zal weten te overleggen. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel op € 2,40, waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 45,50 worden gewaardeerd tegen 19 maal de verwachte winst. Het dividendrendement bedraagt, uitgaande van een stabiele pay out ratio, circa 2,8%.

Amsterdam Commodities, kortweg Acom, rapporteerde tevredenstellende cijfers over 2013. De geconsolideerde omzet daalde licht met 1,5% tot € 584 miljoen (2012: € 593 miljoen). De nettowinst bedroeg € 27,4 miljoen, een lichte stijging in vergelijking met het vorige recordjaar 2012 (toen: € 27,0 miljoen). Ondanks de uitdagende economische en handelsomstandigheden presteerden Catz International, Red River Commodities en Food Ingredients wederom sterk, daar waar de resultaten van Van Rees Group (groothandel in thee) onder 2012 lagen. De winst per aandeel steeg met 0,9% van € 1,163 naar € 1,174. De resultaten werden vorig jaar enigszins negatief beïnvloed door een gemiddeld zwakkere Amerikaanse dollarkoers ten opzichte van de euro (-3,2% ten opzichte van 2012). Daarnaast bevatte het nettoresultaat een aantal specifieke posten met een eenmalig karakter zijnde de 16% crisishelling in Nederland, kosten gerelateerd aan het vervangen van statutaire bestuurders en een boekwinst op de verkoop van grond en een gebouw. Deze posten beïnvloedden het nettoresultaat 2013 in totaal negatief met € 1,7 miljoen (2012: € 0,6 miljoen negatief). De vaste activa namen met circa € 2,4 miljoen toe, vooral als gevolg van de investeringen in de nieuwe productie- en opslagfaciliteit in Ruddervoorde (België) ten behoeve van Food Ingredients en in het nieuwe ERP-systeem bij Van Rees Group. De belangrijkste werkkapitaalbestanddelen (voorraden, debiteuren en crediteuren) namen per saldo met bijna € 9 miljoen toe als gevolg van de hogere prijsniveaus van de verhandelde producten aan het eind van het jaar en een actieve werkkapitaalbeheersing. Dit leidde parallel tot een stijging van de werkkapitaalfinanciering met bijna € 6 miljoen. Per ultimo 2013 bedroeg de solvabiliteit ruim 47% (eind 2012: 45,9%). De afgelopen maand tekende Acom een nieuwe lange termijn financieringsstructuur met vier banken. De nieuwe financieringsfaciliteiten brengt de totale ruimte bij banken op ongeveer € 150 miljoen. Deze adequate ruimte stelt de handelaren van Acom in staat om de leveranciers en klanten te bedienen zonder zich zorgen te hoeven maken over de beschikbaarheid van liquiditeiten. Het biedt ook een solide financiële basis voor groei, zowel autonoom als via acquisities. Het voorgestelde contante dividend per aandeel werd met 10% verhoogd van € 0,70 naar € 0,77 per aandeel, ofwel een uitkeringspercentage van 66% van de nettowinst. Het jaar 2014 is gestart in lijn met de gunstige ontwikkelingen gedurende het laatste kwartaal van 2013. Traditioneel doet de Raad van Bestuur geen voorspelling ten aanzien van het te verwachten jaarresultaat. Wij handhaven onze prognose van de winst per aandeel op € 1,30, waarbij wij bij een stabiele pay out een dividend van € 0,85 per aandeel voorzien. Tegen de huidige beurskoers van € 17,- worden de aandelen Amsterdam Commodities daarmee verhandeld tegen 13,1 maal de verwachte winst 2014 en een dividendrendement van 5%.

Royal Imtech (technische dienstverlening in Europa en daarbuiten) kwam eens te meer in negatieve zin in het nieuws. Directeuren van de Zwitserse tak van ICT-bedrijf Fritz & Maczoiil zouden zich schuldig hebben gemaakt aan omkoping van een ambtenaar en oplichting van de overheid. Het ICT-bedrijf, actief in Duitsland, Zwitserland en Oostenrijk, werd in 2006 door Imtech overgenomen. De malversaties zouden tussen 2009 en 2011 hebben plaatsgevonden. De Zwitserse justitie onderzoekt momenteel de toedracht. De CEO van Fritz & Maczoiil Schweiz AG, dat een jaaromzet van circa € 25 miljoen realiseert met 45 medewerkers, is vooruitlopend op een intern onderzoek, teruggetreden. Zodra de resultaten van dit onderzoek bekend zijn, zal Imtech deze onverwijld bekendmaken. Bij de publicatie van de jaarcijfers op 18 maart a.s. zal nader op deze zaak worden ingegaan. Ofschoon de directe impact van deze zaak in het niet valt bij de grote

fraude die vorig jaar aan het licht kwam in Duitsland en Polen, is de indirecte schade gelegen in een nieuwe kras op het blazoen van de onderneming. De beurskoers verloor dan ook enkele procentpunten na het bekend worden van de nieuwe affaire.

Wij handhaven vooralsnog onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 0,10. Voor 2015 gaan wij uit van € 0,25 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 2,05 wordt thans 8,2 maal de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen Royal Imtech betaald. Wanneer het management erin slaagt de *turn around* in de loop van 2014 succesvol af te ronden, dan belooft Royal Imtech een van de meest kansrijke beleggingen van 2014/15 in ons universum te worden.

Koninklijke TenCate (textieltechnologie) rapporteerde tegenvallende cijfers over 2013. De omzet daalde met 4% tot € 1.012 miljoen (2012: € 1.049 miljoen), terwijl de EBITA met 2,8% afnam van € 50,1 miljoen tot € 48,7 miljoen. De nettowinst kwam ruim 9% lager uit op € 19,0 miljoen (2012: € 20,9 miljoen). Grote boosdoener was de defensiegerelateerde omzet die met 40% daalde. Met name in het vierde kwartaal kwamen er geen Amerikaanse vervolgbestellingen voor het brandwerende textiel van Defender-M, waar in de budgettering wel op was gerekend. In positieve zin onderscheidde zich TenCate Advanced Composites met een omzetgroei van 16%. Deze groei was evenwel geflatteerd door de acquisitie van Amber Composites in begin 2013, waardoor de autonome groei in dit segment eerder iets achterbleef bij de marktverwachting. Niettemin betitelde CEO Loek de Vries de composieten-tak als 'het wenkend perspectief' van Koninklijke TenCate. Zowel als toeleverancier van de lucht- en ruimtevaart (met name Airbus en Boeing) als van de automotive-industrie bekleedt de Twentse multinational internationaal een vooraanstaande positie. Zijn de bestellingen van de luchtvaartmaatschappijen onderhevig aan somtijds heftige fluctuaties, dit beeld zal te zijner tijd voor de automotive-uitleveringen naar verwachting gelijkmatiger zijn. De technologie van thermoplastisch composieten is evenwel nog niet zover dat grootschalige productie op korte termijn realiseerbaar is. Wel announceerde TenCate een joint venture overeenkomst met Adler Group voor het gebruik van koolstofvezel composiet prepregmateriaal met betrekking tot de constructie van het chassis van de Alfa Romeo 4C, in eerste instantie voor de productie van maximaal drieduizend auto's per jaar. Met deze doorbraak neemt TenCate wel een voorschot op een toonaangevende rol in de toelieferingen van composieten aan de automobieliindustrie in de komende jaren. Vooralsnog menen wij echter dat dit nog niet zal leiden tot een significante winststijging in 2014 en 2015. Overigens is er een behoorlijk verbeterpotentieel in de kunstgrasdivisie. In 2014 zal TenCate met de nieuwste producten streven naar het verwerven van een positie op de Amerikaanse afzetmarkt. De eerste tekenen wijzen op een goede ontvangst. Voorts boekte TenCate progressie op het gebied van de versterking van de balansverhoudingen. Ondanks de acquisitie van Amber Composites daalde de Net debt/EBITDA-ratio verder naar 2,27 (2012: 2,55). De winst per aandeel kwam uit op € 0,72 (2012: 0,81), maar het (keuze)dividend bleef gehandhaafd op € 0,50 per aandeel, hetgeen een pay out ratio van 69% impliceert. Wij voorzien voor 2014 enig winstherstel tot € 1,00 per aandeel, gedragen door een verhoogde winstbijdrage van composieten en kunstgras. Tegen de huidige beurskoers van € 22,50 wordt weliswaar een hoge multiple aan het aandeel TenCate toegekend, maar deze achten wij gerechtvaardigd in het licht van het interessante verdienpotentieel op middellange termijn.

Aalberts Industries (Industrial Services en Flow Control) boekte een lichte winststijging in 2013 conform de verwachting van analisten. De groepsomzet steeg met 0,7% naar € 2,04 miljard, terwijl het bedrijfsresultaat (EBITA) 3% toenam van € 219 miljoen tot € 225 miljoen. In het tweede halfjaar was er een duidelijke versnelling van het groeitempo. Over deze periode steeg de omzet met 3% en groeide de EBITA met ruim 10%. Overigens werd de groei vorig jaar gedrukt door extra uitgaven voor aanvullende productlijnintroductions, additionele marketing- en verkoopinspanningen, de vele efficiencyprojecten en de opstartkosten voor een aantal greenfieldprojecten. CEO Wim Pelsma stelde in een aanvullend commentaar dat Aalberts Industries haar focus ook de komende jaren zal richten op versterking van de marktposities dicht bij de eindgebruiker en het realiseren van duurzame winstgevendende groei. Door deze focus, de toegenomen orderpositie en de sterke motivatie om de vele verbeterplannen tot resultaat te brengen, is de verwachting dat verdere vooruitgang zal worden geboekt in 2014 en de jaren daarna. De gezonde ratio's van Aalberts (leverage ratio: 1,6, rentedekking: 19, ROCE: 14,6%, solvabiliteit: 52,8%) staan toe dat de onderneming de pay out verhoogt van 25% naar 30%. Na drie jaar van een vlakke winstontwikkeling – winst per aandeel 2011: € 1,36, 2012: € 1,40, 2013: € 1,38 – lijkt er in het lopende jaar weer ruimte voor een dubbelcijferige winstgroei te zijn. De consensustaxatie van

analisten gaat uit van een winst per aandeel van € 1,60 voor 2014. Mocht Aalberts Industries er in slagen dit jaar daadwerkelijk een of meer acquisities succesvol af te ronden, dan is een licht hoger resultaat dan de genoemde consensus goed haalbaar. Tegen de huidige beurskoers van € 23,40 wordt thans 14,6 maal de verwachte winst voor aandelen Aalberts Industries betaald. Het dividendrendement komt op 1,75%.

Analoog aan de gunstige ontwikkeling bij ASM International rapporteerde sectorgenoot **BE Semiconductor Industries** solide cijfers over het vierde kwartaal 2013 en een beloftevolle prognose voor het lopende eerste kwartaal van dit jaar. Gedragen door groei in de verpakings- en plaatsystemen werd over het laatste kwartaal 2013 een toename van 18,8% in de orderingang ten opzichte van het derde kwartaal 2013 gemeld. In vergelijking met het vierde kwartaal 2013 bedroeg de stijging exact 10%. De gerapporteerde omzet in het vierde kwartaal 2013 was met € 53,1 miljoen weliswaar 18,9% lager dan in het voorgaande derde kwartaal, maar overtrof niettemin de marktconsensus. De teruggang in vergelijking met het vierde kwartaal 2012 bleef beperkt tot 5,8%. Over geheel 2013 werd een omzet van € 254,9 miljoen geboekt, een daling van 6,9% ten opzichte van 2012 (€ 273,7 miljoen). De EBITDA kwam 13,8% lager uit op € 27,9 miljoen (2012: € 32,4 miljoen), terwijl de nettowinst licht (+2,2%) steeg naar € 16,1 miljoen. De winst per aandeel klom met € 0,01 naar € 0,43. De netto kaspositie bedroeg ultimo vorig jaar € 71 miljoen. Deze riantie positie was mede aanleiding voor een verhoging van het uit te keren contante dividend met 10% tot € 0,33 per aandeel. Waarmee de pay out ratio uitkwam op 76,7%, aan de bovenkant van de geïndiceerde bandbreedte van 40 – 80%. Ten aanzien van de vooruitzichten voor 2014 betoonde CEO Richard Blickman zich voorzichtig optimistisch. Voor het eerste kwartaal 2014 wordt vooralsnog een omzettoename van 25-30% voorzien in vergelijking met het laatste kwartaal 2013 en een aanzienlijke stijging in de vergelijkbare winstgevendheid. BESI zal dit jaar inzetten op een verbetering van de product mix, alsmede op een optimalisering van de kostenstructuur en schaalbaarheid van de onderneming teneinde de break even niveaus verder te verlagen en de winstgevendheid in de opgaande fase van de conjunctuurcyclus te vergroten. Naar aanleiding van de prognose van BESI hebben wij de taxatie van de winst per aandeel 2014 verhoogd van € 0,85 naar € 1,00. Tegen de huidige beurskoers van € 10,32 wordt een multiple van 10,3 toegekend aan de aandelen BESI en bedraagt het dividendrendement getaxeerd ruim 6%.

Neways Electronics International (toeleverancier aan de elektronica-industrie) heeft in het tweede halfjaar van 2013 een omzetstijging van 3% gerealiseerd ten opzichte van de vergelijkbare periode in 2012. Het nettoresultaat in de tweede jaarheft werd omgebogen in een winst van € 3,9 miljoen (H2 2012: verlies € 1,7 miljoen). Door een relatief zwak eerste kwartaal en een stuk omzeterderving in het vierde kwartaal als gevolg van de brand bij Neways Electronics Production (NEK) in Kassel, Duitsland, kwam de netto omzet over geheel 2013 3% lager uit op € 265,0 miljoen (2012: € 274,3 miljoen). Daarentegen steeg de nettowinst uit gewone bedrijfsuitoefening over het hele jaar sterk naar € 4,7 miljoen (2012: € 0,4 miljoen). De brand die in september bij NEK ontstond en de daaropvolgende beslissing om de productieactiviteiten ter plekke niet te hervatten hebben per saldo na afwikkeling van de bedrijfsschadeverzekering geen bijzonder effect gehad op het resultaat van Neways. De uitgangspositie voor 2014 wordt door het management als goed betiteld. De focus op verbetering van de bezettingsgraad heeft in belangrijke mate bijgedragen aan een verdere flexibilisering van de groep als geheel. Goede vorderingen zijn gemaakt met betrekking tot werkkapitaalbeheer en cashflow management. De netto cashflow en cashpositie per ultimo 2013 zijn uitstekend. De (eenmalige) schadeuitkering van in totaal € 23,5 miljoen door de verzekeraar in relatie tot de brand bij NEK heeft hierop een aanzienlijk positief effect gehad. Deze uitkering geeft volledig dekking aan het voorraadverlies, de inventaris die verloren is gegaan en de geleden bedrijfsschade. De orderportefeuille per ultimo 2013 is met 10% gestegen naar € 68,5 miljoen (ultimo 2012: € 62,5 miljoen). De sterke financiële uitgangspositie stelt Neways in staat om te investeren, te anticiperen op marktontwikkelingen en voortdurend te blijven inspelen op wisselende marktsentimenten. In 2014 zal Neways zich met het wegvallen van NEK ook heroriënteren op hoe het beste kan worden ingespeeld op de grote potentie die de Duitse markt biedt. Met name in de tweede helft van 2013 is met een bedrijfsresultaat van € 5,0 miljoen (exclusief bijzondere baten en lasten) een goede basis gelegd voor een verdere resultaat- en rendementsverbetering. Neways ziet 2014 dan ook met veel vertrouwen tegemoet. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2014 naar € 0,80 (2013: € 0,19) en rekenen met een dividend van € 0,24 per aandeel uitgaande van een stabiele pay out ratio van 30%. Tegen de

huidige beurskoers van € 7,15 wordt derhalve 8,9 maal de verwachte winst voor de aandelen Neways Electronics International betaald bij een dividendrendement van 3,4%.

Internationaal advies- en ingenieursorganisatie **Arcadis** publiceerde jaarcijfers 2013 die nagenoeg in lijn waren met de gemiddelde analistenverwachting. De netto groepsomzet steeg licht met 1% naar € 1,893 miljard (2012: € 1,871 miljard) ondanks een negatieve invloed van 4% uit hoofde van valutawijzigingen (lees: de zwakke US-dollar). Het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening verbeterde met 6% naar € 111,1 miljoen (2012: € 105,1 miljoen). De operationele marge bereikte exact de interne doelstelling van 10,0%. In Continentaal Europa daalde de omzet weliswaar, maar steeg de operationele marge naar 7,9% in het vierde kwartaal 2013. Het voorgestelde (keuze)dividend werd met 10% verhoogd naar € 0,57 per aandeel (2012: € 0,52). CEO Neil McArthur sprak zijn vertrouwen uit in de perspectieven voor 2014. Met de strategie die inzoemt op *sustainable growth, performance and collaboration* heeft Arcadis een helder kompas om de groei te versterken en de marges verder te verhogen. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 1,65 (2013: € 1,54), waaruit een dividend van € 0,61 per aandeel kan worden uitgekeerd (2013: € 0,57). Hieruit volgt bij een beurskoers van € 27,70 een multiple van 16,8 maal de verwachte winst en een dividendrendement van 2,2%.

Producent van industriële magneten **Kendrion** verraste in positieve zin met sterke cijfers over het vierde kwartaal 2013. Er werd een organische omzetgroei van 7% over deze periode gemeld en een genormaliseerde EBITA van € 6,7 miljoen (Q4 2012: € 2,3 miljoen). Het vorig jaar geacquireerde Kuhnke AG leverde een stijgende bijdrage aan het bedrijfsresultaat. Over geheel 2013 steeg de groepsomzet, vooral door de overname van Kuhnke, met 24% naar € 354 miljoen (2012: € 284,9 miljoen). De organische groei was uiteindelijk met -1% licht negatief. Daarentegen is een duidelijk opwaarts patroon zichtbaar in de opvolgende kwartaalcijferopstellingen. De Industriële divisie noteerde een organische groei van 5% in het vierde kwartaal 2013, maar stond daarmee toch in de schaduw van de Automotive divisie die met +8% organische groei tevens de wind in de rug had van de start van enkele nieuwe grote projecten. De genormaliseerde nettowinst kwam over 2013 uit op € 14,3 miljoen tegen € 13,6 miljoen een jaar eerder. Vorig jaar werd voor een bedrag van € 18,5 miljoen geïnvesteerd, ruim boven de afschrijvingen van € 13,0 miljoen. De schuldpositie werd in het laatste kwartaal teruggebracht van € 63 miljoen naar € 49 miljoen als gevolg van de sterke resultaten, alsmede door gunstige seizoenseffecten op het gebied van werkkapitaal. De solvabiliteit bedroeg eind vorig jaar 40%. Het management is positief ten aanzien van de vooruitzichten voor 2014. In beide divisies wordt een verdere groei verwacht, mede door de start van nieuwe projecten in de Industriële divisie in Duitsland, China en de Verenigde Staten en door de sterke performance van de Duitse autoindustrie. Naar verwachting zal de winstbijdrage van Kuhnke in de loop van het jaar steeds sterker kunnen worden, nu de integratie binnen Kendrion zijn einde nadert. Resumerend taxeren wij voor 2014 een winst per aandeel van € 1,85 (2013: € 1,14), waaruit bij een stabiele pay out van 50% een (keuze)dividend van € 0,92 betaalbaar wordt gesteld. Tegen de huidige beurskoers van € 24,50 wordt aldus 13,2 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Kendrion betaald. Het dividendrendement komt op 3,8%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 maart 2014 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	14,8%
ASM International	11,6%
Hunter Douglas	10,2%
Nedap	9,0%
Brunel International	7,9%
Acomo	7,6%
Koninklijke TenCate	6,3%
Aalberts Industries	6,1%
Royal Imtech	6,0%
TKH Group	3,2%
Liquiditeiten en overige deelnemingen	17,3%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De maand maart is hectisch gestart als gevolg van de spanningen in de Krim. Het marktsentiment op korte termijn is terughoudend, waarbij opgemerkt dient te worden dat beursomzetten niet overdreven hoog zijn. Op iets langere termijn blijven wij optimistisch gestemd. Daarvoor pleit een in vergelijking met voorgaande jaren sterkere winstgroei van de ondernemingen in combinatie met (nog altijd) historisch lage rentetarieven.

Wij blijven selectief bij de uitbreiding van de portefeuille, omdat de fundamentele onevenwichtigheden in de internationale economie allerm minst zijn verdwenen. Voor dit jaar houden wij derhalve per saldo rekening met een meer volatiel koersverloop dan in het lopende jaar.

Ten aanzien van de perspectieven van onze portefeuille zijn wij positief gestemd, omdat in 2014 onzes inziens een behoorlijk (circa +20%) winstherstel aanstaande lijkt, nadat 2013 qua winstgevendheid enigszins teleurstellend is verlopen.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2014 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van circa 14,9 maal en een bruto dividendrendement van circa 2,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 7 maart 2014

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen