

## MAANDBERICHT OVER JANUARI 2014

### Inleiding

Het jaar 2014 ging aarzelend van start met tegen het einde van de maand een stevige koerscorrectie als gevolg van toenemende spanningen rond de valuta's van enkele emerging markets. De AEX-index daalde per saldo met 3,7% naar 386,85, maar de Amsterdam Midkap-index wist per saldo 0,5% toe te voegen op 632,27, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 1,1% steeg naar 523,29.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg in januari 1,0% van € 33,12 naar € 33,46.

Het fondsvermogen per 3 februari 2014 bedraagt € 64,1 miljoen, waarvan een bedrag van € 61,3 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquide positie en overige maakt hierdoor 4,4% van fondsvermogen uit.

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

|                                |              |
|--------------------------------|--------------|
| Beurskoers                     | € 33,63      |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 33,46      |
| Fondsvermogen                  | € 64.118.446 |
| Aantal uitstaande aandelen     | 1.916.113    |

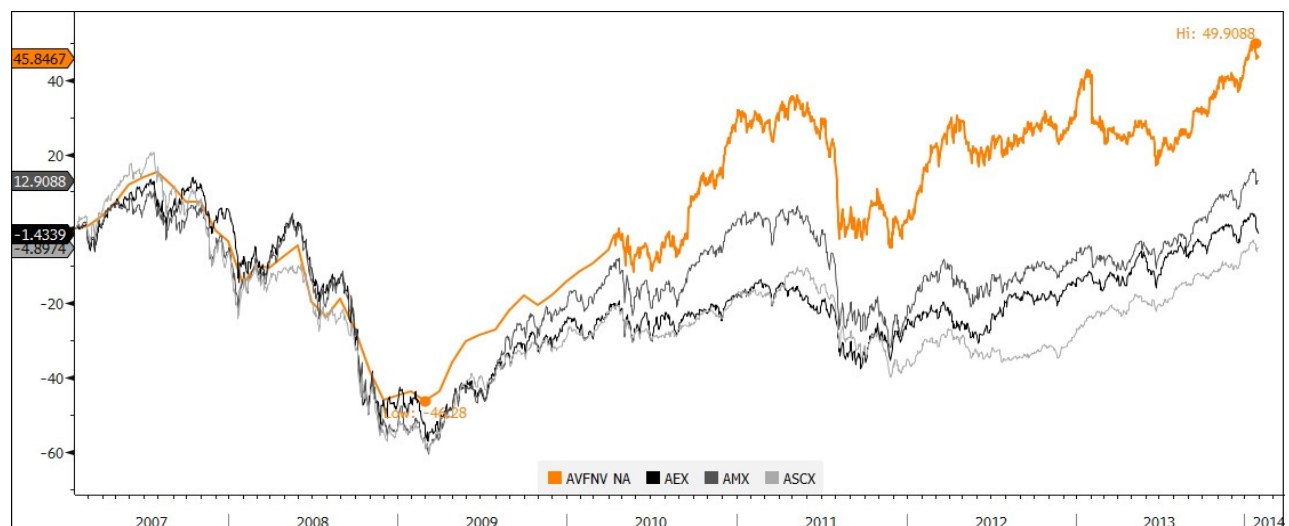
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van dividenden (vanaf 1 februari 2007) en is uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

|                       | 2007         | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013         | 2014*        | Cumulatief    |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Add Value Fund</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>+1,03</b> | <b>+43,44</b> |
| AEX-Index             | +5,33        | -50,26        | +41,90        | +9,23         | -8,88         | +13,99        | +20,73       | -3,72        | -1,43         |
| AMX-Index             | -5,07        | -50,45        | +68,35        | +28,71        | -24,55        | +18,96        | +22,81       | +0,50        | +12,91        |
| AScX-Index            | -6,12        | -50,78        | +51,95        | +16,42        | -21,03        | +11,27        | +30,27       | +1,11        | -4,90         |

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/01/2014

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/01/2014)

Peildatum: 31/01/2014

Koersperformance deelnemingen

| (in %) |                           | -12M  | -6M   | -3M   | -1M  |
|--------|---------------------------|-------|-------|-------|------|
| 1.     | UNIT4                     | +56,2 | +51,7 | +11,0 | +0,5 |
| 2.     | BE Semiconductor          | +46,4 | +6,0  | +7,8  | +5,1 |
| 3.     | Aalberts Industries       | +40,2 | +22,5 | +5,3  | +0,1 |
| 4.     | Neways Electronics Int.   | +37,9 | +72,4 | +49,4 | +8,0 |
| 5.     | Arcadis                   | +36,8 | +35,9 | +14,6 | +3,5 |
| 6.     | TKH Group                 | +26,9 | +23,3 | +8,2  | +0,4 |
| 7.     | Kendrion                  | +26,6 | +13,0 | +1,8  | -1,4 |
| 8.     | Koninklijke TenCate       | +19,0 | +31,1 | +6,2  | +3,8 |
| 9.     | Koninklijke Brill         | +13,2 | +5,3  | +5,3  | +2,2 |
| 10.    | Brunel International      | +10,6 | +20,4 | +0,6  | -2,0 |
| 11.    | Acomo                     | +10,4 | +3,2  | -1,4  | -2,1 |
| 12.    | Kon. Boskalis Westminster | +5,5  | +26,0 | +0,4  | -7,3 |
| 13.    | Hunter Douglas            | +2,4  | +9,0  | +4,9  | +2,7 |
| 14.    | Nedap                     | +0,1  | +5,7  | +6,5  | +3,3 |
| 15.    | ASM International         | -15,4 | +4,9  | +2,2  | +3,8 |
| 16.    | Royal Imtech              | -72,6 | +16,2 | -2,3  | -0,6 |

- In januari realiseerden 11 van de 16 deelnemingen (= 69%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 14 van de 16 ondernemingen (= 88%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand was **Neways Electronics International** wederom de sterkste stijger in de portefeuille. Deze opmerkelijke waardevermeerdering anticipeert op een voortzetting van de *turn around* in resultaten in 2014;
- **Royal Imtech** en **ASM International** zijn de enige twee deelnemingen die op jaarbasis een aanzienlijke negatieve koersperformance hebben gerealiseerd. Op termijn voorzien wij voor zowel Royal Imtech als ASM International echter een significant koerspotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In januari hebben wij de posities in **ASM International** en **Koninklijke Brill** verder uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Wij waren aanwezig bij een bedrijfspresentatie van **Nedap** te Groenlo. De aanbieder van technologische oplossingen op het gebied van onder meer security management, retail, gezondheidszorg en energie systemen, ging bij monde van CEO Ruben Wegman nader in op de laatste ontwikkelingen in enkele van de marktgroepen. Vertrekpunt was de *turn around* die in 2009 werd doorgevoerd. Destijds besloot het management te kiezen voor een volledige focus op eigen producten/diensten onder de Nedap-naam, waar voorheen ook lager renderende en meer cyclische activiteiten op het gebied van toelevering tot het pakket behoorden. Dientengevolge werd afscheid genomen van circa 20% van de groepsomzet, waarbij de groepsmargin overigens wel spectaculair verbeterde, omdat de pure Nedap-toepassingen zich nu eenmaal richten op hoog renderende nichemarkten. Gecorrigeerd voor de niet-kernactiviteiten wist Nedap de groepsomzet in de periode 2009 – 2012 fors te laten groeien van € 101 miljoen in 2009 via € 119 miljoen in 2010 en € 142,6 miljoen in 2011 naar € 171,3 miljoen in 2012. Het afgelopen jaar werd pas op de plaats gemaakt. Op donderdag 13 februari a.s. zal Nedap de definitieve jaarcijfers over 2013 rapporteren, maar naar alle waarschijnlijkheid zullen de groepsopbrengsten nagenoeg gelijk zijn aan die van 2012. Dit als gevolg van de tijdelijke stagnatie van de omzet in enkele marktgroepen, in het bijzonder in energy systems en livestock management. Omdat Nedap in 2013 opnieuw flink investeerde in mondialisering, vernieuwing, marketing en versterking van de organisatie, kwam de winst na belastingen

aanzienlijk lager uit dan in 2012. Deze teruggang lijkt eenmalig te zijn, omdat de structurele gang van zaken in vrijwel alle marktgroepen duidt op een gestage groei van het marktaandeel. Zo werd vorige week de vernieuwing van het contract met Hennes & Mauritz (H&M) voor de levering van elektronische artikelbeveiligingssystemen gemeld. Het 3-jaars contract omvat de wereldwijde levering en installatie van EAS-systemen en labels voor nieuwe en gerenoveerde winkels. H&M koos opnieuw voor de samenwerking met Nedap vanwege de sterk presterende systemen en de integrale, vooruitstrevende aanpak van diefstalpreventie. De gekozen EAS-oplossing biedt ook een toekomstbestendig RFID-upgradetraject, waardoor het in de toekomst eenvoudig en tegen minimale kosten mogelijk is om over te stappen op RFID-technologie. Nedap biedt H&M wereldwijd op locatie en online professionele ondersteuning met een volledig cloudgebaseerde benadering van beveiliging en diefstalpreventie. Deze oplossing voorziet winkeliers van exception based managementinformatie die afkomstig is van aangesloten Nedap-systemen. De inzage in realtime gegevens van alle aangesloten systemen helpt winkeliers om de prestaties van iedere winkel continue te verbeteren. In het verleden moest Nedap tenderen met andere aanbieders op delen van de H&M-portfolio, bijvoorbeeld uitsluitend de Europese winkels. Nu het H&M-management besloten heeft het gehele contract wereldwijd aan één leverancier te gunnen, mag duidelijk zijn dat de door Nedap geleverde kwaliteit en continuïteit hoog staat aangeschreven.

Een jaar geleden won Nedap het wereldwijde contract voor de beveiliging van meer dan 20.000 deuren in meer dan 800 vestigingen van Unilever. Deze megaopdracht heeft Nedap ertoe gezet op het gebied van project management het afgelopen jaar een inhaalslag te maken. Meer algemeen leidt de transformatie van de onderneming van een lokale producent van kapitaalgoederen naar een wereldwijde leverancier van totaaloplossingen in een aantal geselecteerde marktniches tot een noodzakelijke kwaliteitsverhoging van de medewerkers. Zo verlieten in de periode 2009 – 2013 in totaal 337 medewerkers de onderneming, en kwamen er 432, veelal universitair geschoolde, nieuwe medewerkers voor in de plaats. Voor Nedap geldt in dit verband dat in 2013 de kost voor de baat uitging. Vanaf 2014 moet de groei van de opbrengsten op jaarbasis volgens CEO Wegman tenminste 10% kunnen bedragen. Deze groei wordt vermoedelijk geheel autonoom gerealiseerd, ofschoon een incidentele acquisitie ook weer niet geheel valt uit te sluiten. Indien de uitgangspositie van de belangrijkste marktgroepen – Livestock Management, Security Management, Retail, Energy Systems, Identification Systems en Healthcare – wordt gezien, dan lijkt realisering van de doelstelling absoluut binnen bereik te liggen. De proposities van Nedap kenmerken zich door een efficiënte klantbenadering, waarbij een scherpe kostprijscalculatie aan de basis staat, maar uiteindelijk de waarde voor de klant de werkelijke scherprechter is. Een eventueel alternatief van een concurrent moet op alle gebieden inferieur zijn aan een Nedap-propositie. Na het qua omzet- en winstgroei tegenvallende 2013 voorzien wij voor de komende jaren weer een voortzetting van het groeipatroon van de periode 2009 – 2012. Daarbij past een jaarlijkse winstgroei van circa 15%, opgebouwd uit een omzettoename van circa 10% en een jaarlijkse productiviteitsgroei van circa 5%. Vooralsnog handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel 2013 op € 1,25 (2012: € 2,01). Voor het lopende jaar hanteren wij een taxatie van circa € 1,75, mede omdat in het lopende jaar naar verwachting wederom stevig zal worden geïnvesteerd in salesbevorderende initiatieven. Tegen de huidige beurskoers van € 30,80 worden aandelen Nedap derhalve gewaardeerd op 17,6 maal de verwachte winst; bij een stabiele pay out van 75% komt het dividendrendement alsdan op 4,3%.

**Royal Imtech** (technische dienstverlening in Europa en daarbuiten) rapporteerde voorlopige jaarcijfers over 2013. Omzet en orderingang waren solide in het vierde kwartaal. Behalve in Duitsland ontwikkelden de marges zich grotendeels naar tevredenheid, gesteund door de eerder doorgevoerde versterking van het management alsmede de positieve invloed van de inmiddels grotendeels afgeronde personele reorganisaties. Zoals gemeld bij de publicatie van de derde kwartaalcijfers begin november zal margeherstel in Duitsland een langere tijd vergen; in het vierde kwartaal was op dit punt nog geen verbetering zichtbaar ten opzichte van de eerste negen maanden van het jaar. Niettemin is de wederopbouw van de Duitse organisatie in volle gang. Het (nieuwe) management heeft een uitgebreid herstelplan onder de naam 'Neue Imtech' gelanceerd. Dit programma legt de prioriteit bij margeherstel boven omzetgroei en legt met name de nadruk op een verhoogde efficiency op de gebieden personeelsbezetting, projectcontrole en inkoop. Daarnaast voorziet het programma in een versnelling van de afronding van eerder aan het licht gekomen lopende zaken als te lang uitstaande debiteurensaldi en discussies over onderhanden werk. De omzet van Duitsland & Oost-Europa zal over 2013 circa € 960 miljoen bedragen bij een orderingang van ongeveer € 820 miljoen. Hiervan vormt een

bedrag van € 200 – 300 miljoen zogenaamde wederkerende omzet in de vorm van langjarige onderhouds- en energiecontracten. Uit de lagere orderingang blijkt het terughoudender aannamebeleid van het nieuwe management. CEO Gerard van de Aast is echter positief ten aanzien van de toekomst van de Duits/Oost-Europese tak: de marktomstandigheden zijn gunstig en de positie van Royal Imtech in de Duitse markt is sterk op basis van de vooraanstaande technische competenties. Op 18 maart 2014, bij gelegenheid van de presentatie van de jaarcijfers 2013, zal nader worden ingegaan op de voortgang van het 'Neue Imtech' programma. Positief was de verbeterde cashgeneratie waardoor de schuldpositie met € 91 miljoen daalde naar € 745 miljoen. Daarentegen meldde het management dat er een (laatste) aanvullende non-cash waardeafboeking ter grootte van € 200 – 230 miljoen inzake erfenissen uit het Duitse verleden ten laste van het resultaat 2013 zal worden gebracht.

Het management overweegt voorlopig geen verkoop van niet-kernactiviteiten ter versterking van de balansverhoudingen. Wij sluiten echter een zogenaamde sub-10 emissie in de loop van het jaar niet uit. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 0,10. Voor 2015 gaan wij vooralsnog uit van € 0,25 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 2,17 wordt thans 8,7 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.

Airbus, Fokker en **Koninklijke TenCate** (textieltechnologie) ondertekenden afgelopen maand in aanwezigheid van de Franse president Hollande, minister-president Mark Rutte en minister van Economische Zaken Henk Kamp het contract voor de volgende fase van het Thermoplastic Affordable Primary Aircraft Structure innovatieprogramma (TAPAS). Dit programma bestaat sinds 2010 en is een uiterst succesvol instrument voor projectmatige innovatiesamenwerking. In het TAPAS-consortium werken bedrijven en kennisinstellingen uit de Nederlandse luchtvaartindustrie samen met Airbus om de toepassing van thermoplastisch composiet in de romp, vleugels en staartconstructies van vliegtuigen verder te ontwikkelen. De vruchtbare samenwerking van Fokker Aerostructures en TenCate Advanced Composites met Airbus en de overige partners is gestart in 2010 en loopt in deze nieuwe fase door tot en met 2017. Het budget voor TAPAS 2 bedraagt € 24,3 miljoen. Het ministerie van Economische Zaken ondersteunt de voortgaande samenwerking met een lening van € 9,5 miljoen. Thermoplastisch composiet is een geavanceerd materiaal dat 15% lichter is dan traditionele vliegtuigmaterialen. Het onderscheidt zich onder meer door een efficiëntere verwerking in de productie, lagere kosten van structuurdelen en een hoge brandveiligheid. Dit composiet is zeer sterk, licht van gewicht en draagt bij aan het streven naar een duurzame luchtvaart, omdat vliegtuigen mede door dit materiaal steeds lichter kunnen worden geconstrueerd. Hierdoor kan het brandstofverbruik afnemen, de actieradius toenemen of het laadvermogen worden vergroot. Doelstelling is om het aandeel van thermoplastisch composieten zowel in de huidige generatie vliegtuigen alsook in de nieuwe generatie toestellen verder te laten toenemen. In het kader van de TAPAS 2-overeenkomst wordt een demo staartdeel ontwikkeld dat volledig uit thermoplastisch composiet bestaat. In TAPAS 1 werd een romppaneel gerealiseerd en als demonstrator gepresenteerd. TenCate Advanced Composites is toonaangevend in de ontwikkeling en productie van thermoplastisch en thermoset composieten voor de lucht- en ruimtevaart, satelliet- en industriële markten. TenCate Advanced Composites heeft productievestigingen in Noord-Amerika en Europa en vertegenwoordigingen in Azië.

TenCate is een vooruitstrevende ontwikkelaar en producent van composietmaterialen. Klanten zijn toonaangevende partijen in de lucht- en ruimtevaart die een groot belang hechten aan het innovatieve vermogen en de leverbetrouwbaarheid van toeleveranciers. Als bewijs van TenCate's sterke marktpositie mag de toekenning van de Boeing Performance Excellence Award 2011 aan TenCate-dochter CCS Composites in Fairfield (Californië) worden vermeld. De Boeing Company reikt deze onderscheiding jaarlijks uit aan leveranciers die superieur hebben gepresteerd. CCS Composites ontwikkelt en produceert geperste onderdelen voor het Boeing V-22 Osprey-programma en de F-18 programma's. Daarnaast levert TenCate laag-diëlektrische composieten voor radarkoepels in het Boeing 787- en het EA-18 Growler-programma en TenCate Cetex thermoplastisch composieten voor verschillende vliegtuigtypen van Boeing. Gezien de gunstige perspectieven voor de toonaangevende vliegtuigbouwers Airbus en Boeing lijkt de toekomst voor TenCate eveneens veelbelovend te zijn. Waar wij terughoudend zijn ten aanzien van de winst per aandeel 2013 (€ 1,25), voorzien wij voor het lopende jaar een geleidelijke verbetering tot € 1,50, maar komen vanaf 2015 belangrijk hogere winstniveaus (> € 2,00 per aandeel) in zicht. Naast composieten voor de lucht- en

ruimtevaart, zullen alsdan ook composieten ten behoeve van de automotive-markt een behoorlijke winstbijdrage leveren. Tegen deze achtergrond menen wij dat de aandelen Koninklijke TenCate tegen de huidige beurskoers van € 23,30 uiterst aantrekkelijk zijn gewaardeerd.

In een interview met VEB-magazine Effect laat topman Wim Pelsma van **Aalberts Industries** (Industrial Services en Flow Control) geen twijfel bestaan over de koers die zijn onderneming de komende tijd zal varen. Key account management en cross-selling initiatieven blijven de boventoon voeren. Pelsma ligt toe: 'De cultuur van Aalberts Industries is een ondernemende, de verschillende werkmaatschappijen moeten dan ook allemaal hun eigen broek ophouden. Ik moet ervoor zorgen dat onze ondernemers elkaar leren kennen en dat ze het nut zien van bijvoorbeeld het samenvoegen van producten of het gebruiken van elkaars technologieën.' Dit betekent overigens niet dat Aalberts zich op het acquisitiefront onbetuigd zal laten. Pelsma: 'We hebben het afgelopen jaar drie overnames gedaan en zullen er de komende jaren nog genoeg doen. Het geld is er, want we hebben de afgelopen jaren onze balans sterk verbeterd. Schulden zijn afgebouwd en dat is een groot voordeel als er iets voorbij komt. We hebben nog ongeveer € 150 tot 200 miljoen in onze oorlogskas. Aalberts richt zich in dit kader met name op ondernemingen die actief zijn in de olie- en gasector en de markt voor klimaatsystemen.

Na drie jaar van een vlakke winstontwikkeling – winst per aandeel 2011: € 1,36, 2012: € 1,40, 2013tax: € 1,42 – 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 € 22,70 wordt thans 14,2 maal de verwachte winst voor aandelen Aalberts Industries betaald.

Internationaal advies- en ingenieursorganisatie **Arcadis** heeft in Polen opdrachten gewonnen voor het maken van twee strategische overstromingsrisico beheersplannen. Het gaat om een project voor de Tuga en één voor het Zulawy polder gebied. Financiële details werden niet vrijgegeven. Volgens de 'Richtlijn Overstromingen' van de Europese Unie moeten alle lidstaten het gevaar van overstromingen beoordelen en beheersplannen ontwerpen. Polen is in Centraal-Europa koploper in de naleving van deze richtlijn. De eerste aanbestedingen op dit gebied zijn nu gewonnen door Arcadis. De projecten worden in de omgeving van Gdansk uitgevoerd, in samenwerking tussen Nederlandse en Poolse teams van Arcadis. Vergelijkbare tenders worden de komende jaren in Polen en andere Centraal- en Oost-Europese landen aanbesteed. Het winnen van deze eerste tenders versterkt de positie van Arcadis in de groeiende Centraal Europese markt van overstromingen. Het project toont voorts de internationale concurrentiekracht van de Nederlandse watersector aan. De jarenlange ervaring in Nederland met dijkversterking en 'Ruimte voor de Rivier' werpt nu zijn vruchten af op internationale schaal. Ook de eerdere werken van Arcadis in New Orleans en de huidige activiteiten in New York zijn goede voorbeelden van de breedte en diepte van de expertise van Arcadis op dit gebied. Het vormt een illustratie van de kracht van wereldwijde expertise in combinatie met lokale aanwezigheid.

Wij taxeren een winst per aandeel 2013 van € 1,53 (2012: € 1,46) en voorzien een stijging naar € 1,70 in het lopende boekjaar. Daarmee worden aandelen Arcadis tegen de huidige beurskoers van € 27,- op 15,9 maal de verwachte winst 2014 verhandeld. Het dividendrendement komt op 2,2% uitgaande van een 35% pay out.

Maritiem aannemer **Koninklijke Boskalis Westminster** maakte bekend dat dochteronderneming Dockwise diverse contracten heeft verworven met een gezamenlijke waarde van circa US\$ 65 miljoen. Het grootste contract werd toegekend door Statoil Petroleum AS voor het vervoer van twee zeer grote nieuwe jack-up (boor)platforms. Nog nooit eerder werden zulke grote en zware jack-up platforms per heavy marine transport schip vervoerd. De twee zogenaamde Cat-J platforms zijn besteld bij een werf in Zuid-Korea en worden naar verwachting tussen de tweede helft van 2016 en de tweede helft van 2017 naar Noorwegen vervoerd. Dockwise zal twee van haar grootste heavy marine transport schepen inzetten: de Blue Marlin en zusterschip de nieuwe White Marlin, die later dit jaar in de vaart komt. Statoil baseerde haar beslissing om het contract toe te kennen op een aantal criteria, waaronder het vermogen van Dockwise om twee grote, identieke heavy marine transport schepen tegelijkertijd beschikbaar te stellen. De strategie van Boskalis is erop gericht om te profiteren van de belangrijkste macro-economische factoren die de wereldwijde vraag

opdrijven op de voor de groep relevante markten: de groei van de wereldhandel, stijgende energieconsumptie, de groeiende wereldbevolking en de uitdagingen die gepaard gaan met klimaatverandering. Het voornoemde contract hangt nauw samen met de stijgende energieconsumptie. Begin februari meldde een andere dochteronderneming van Boskalis, SMIT Salvage, de verwerving van een contract voor het verwijderen van een beschadigd jack-up platform van de zeebodem voor de kust van Angola. Met inbegrip van dit contract heeft SMIT Salvage dit jaar voor circa US\$ 70 miljoen aan werk aangenomen. Het platform kreeg in juli 2013 tijdens de installatie in de buurt van een pigging-platform een punch through waarna het kantelde en zonk tot een diepte van 30 meter. Dit contract volgt op uitgebreide locatieonderzoeken en voorbereidende werkzaamheden die afgelopen september door een surveyteam van Boskalis en SMIT Salvage zijn uitgevoerd. SMIT Salvage zal de romp, poten en overige onderdelen afkomstig van het jack-up platform verwijderen. Hiertoe zullen een diving support vessel, een werkbak, anchor handling tugs en gespecialiseerd materieel worden ingezet. Zodra de benodigde vergunningen binnen zijn, zal de bergingsoperatie naar verwachting in het tweede kwartaal 2014 van start gaan. Met haar omvangrijke expertise gestoeld op 170 jaar ervaring is SMIT Salvage synoniem met 100% inzet op het uitdagende gebied van duurzame emergency response op zee en wrakopruijing.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2013 op € 2,65 en op € 2,95 voor 2014. De aandelen Boskalis noteren tegen een beurskoers van € 35,50 daarmee circa 12 maal de verwachte winst 2014.

Wij waren aanwezig bij een bedrijfspresentatie van **BE Semiconductor Industries**. CEO Richard Blickman gaf een actueel beeld van de huidige status van zijn bedrijf. Vanwege de nabijheid van de publicatie van de jaarcijfers 2013 op donderdag 27 februari a.s. kon niet concreet worden ingegaan op de meest recente ontwikkelingen in de onderneming. Centraal thema was de transformatie van BESI vanaf 2008 na de acquisitie van het Zwitserse Esec, specialist op het gebied van die bonding- apparatuur voor de halfgeleider-, telecommunicatie- en smartcardmarkt (belangrijke klant: Gemalto). Hierdoor verkreeg BESI feitelijk een relevante schaal binnen de sector en werd in de jaren erna een strategische herpositionering in advanced packaging gerealiseerd. Het verdienmodel van BESI is sindsdien merkbaar verbeterd. Ofschoon de relevante markt van BESI in de periode 2010 – 2013 elk jaar daalde, waarbij de groepsomzet terugliep van € 351 miljoen in 2010 via € 326,9 miljoen in 2011 en € 273,7 miljoen in 2012 naar (getaxeerd) € 253 miljoen in 2013, slaagde de onderneming er wonderwel in de brutomarges gedurende deze periode te handhaven op een solide 40%. Een combinatie van herstructureringen in de productlijnen, een transfer van de productie naar Azië (China en Maleisië), een scherpe reductie van de kosten in Europa, een structureel lagere belastingdruk en een beter schaalbaar verdienmodel, stond aan de basis van deze keurige performance. Van de jaaromzet bestaat 80% uit de verkoop van machines, terwijl de overige 20% wordt gerealiseerd uit de verkoop van reserve-onderdelen. Gemiddeld worden er circa 1.000 machines per jaar verkocht. De grootste uitdaging voor het management is om de productiecapaciteit telkens aan te passen aan de vraag. In dit kader ligt het accent van de verkopen doorgaans in het eerste halfjaar, wanneer belangrijke klanten als Apple en Samsung hun machines aankopen voor de productie van nieuwe smartphone- en tabletmodellen die in de tweede helft van het jaar op de markt worden gebracht. BESI staat goed gesteld om te profiteren van een marktherstel dat naar de huidige inzichten in 2014 circa 10 – 11% zal bedragen na de (getaxeerde) 16% teruggang in 2013 (bron: VLSI Januari 2014). Deze taxaties worden echter geregeld (fors) bijgesteld (zo gingen de prognoses van oktober 2013 nog uit van een omzetsdaling van 3,4% in 2013 en een *rebound* van 17,7% in 2014), hetgeen de toeleveranciers aan de halfgeleidermarkt nu juist tot een zeer cyclische bedrijfstak maakt. Gemeten naar het zelfvertrouwen van CEO Blickman, menen wij dat BESI met een netto kaspositie van € 56 miljoen, in voldoende mate zal profiteren van een mogelijk marktherstel. Blickman benadrukte evenwel dat de voorspelbaarheid van het orderboek niet verder gaat dan acht à twaalf weken. BESI stelt zo nodig elke week de prognose bij voor wat betreft het te produceren aantal machines. Vooralsnog hanteren wij een winst per aandeel taxatie van € 0,45 voor 2013 en van € 0,85 voor 2014. Tegen de huidige beurskoers van € 8,40 worden de aandelen derhalve verhandeld voor minder dan 10 maal de getaxeerde winst voor het lopende jaar. Aandelen BESI doen daarmee een discount van 30 – 40% ten opzichte van het gemiddelde van de industrie. Een getaxeed dividend van € 0,45 per aandeel over het lopende boekjaar geeft bovendien een aantrekkelijk aanvangsrendement van 5,4%.

Samenstelling portefeuille

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

| <b>Onderneming</b>                    | <b>Percentage <sup>1</sup></b> |
|---------------------------------------|--------------------------------|
| UNIT4                                 | 15,3%                          |
| ASM International                     | 10,7%                          |
| Hunter Douglas                        | 10,5%                          |
| Nedap                                 | 9,7%                           |
| Brunel International                  | 7,8%                           |
| Acomo                                 | 7,6%                           |
| Royal Imtech                          | 6,6%                           |
| Koninklijke TenCate                   | 6,5%                           |
| Aalberts Industries                   | 6,0%                           |
| TKH Group                             | 3,3%                           |
| Liquiditeiten en overige deelnemingen | 16,0%                          |
| <b>Totaal</b>                         | <b>100,0%</b>                  |

Vooruitzichten

De maand februari is gestart met verder dalende beurskoersen. 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 allerminst 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 maal en een bruto dividendrendement van circa 3%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 5 februari 2014

---

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