

MAANDBERICHT OVER JULI 2014

Inleiding

In de maand juli daalden aandelenmarkten over een breed front. De AEX-index daalde met 2,1% naar 404,29, de Amsterdam Midcap-index met 4,3% naar 609,90 en de Amsterdam SmallCap Index met 3,0% naar 578,38.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juli met 4,6% van € 33,27 naar € 31,73. Over de eerste zeven maanden van 2014 bedraagt het totale beleggingsresultaat (koerswinst plus dividend minus kosten) -1,8%.

Het fondsvermogen per 1 augustus 2014 bedraagt € 63,1 miljoen, terwijl een bedrag van € 63,7 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 0,9% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 31,88
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 31,73
Fondsvermogen	€ 63.126.632
Aantal uitstaande aandelen	1.989.738

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	-1,78	+39,72
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+2,57	+5,00
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	-1,36	+10,82
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+13,80	+7,04

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/07/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/07/2014)

Peildatum: 31/07/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Neways Electronics Int.	+141,9	+40,3	+29,7	+3,3
2.	BE Semiconductor Ind.	+53,0	+44,4	+1,4	-3,7
3.	Boskalis Westminster	+41,4	+12,2	-2,2	-4,6
4.	Aalberts Industries	+20,5	-1,7	-4,9	-4,3
5.	ASM International	+20,0	+14,4	-9,7	-6,2
6.	Arcadis	+19,8	-11,9	-8,7	-7,2
7.	Koninklijke Brill	+14,9	+9,1	+0,5	-1,0
8.	TKH Group	+13,6	-7,8	-6,4	-5,6
9.	Kendrion	+12,0	-0,9	-5,1	-8,1
10.	Acomo	+8,3	+5,0	-5,0	+0,5
11.	Hunter Douglas	+8,2	-0,7	-7,3	-4,1
12.	Brunel International	+8,2	-10,1	-19,8	-8,0
13.	Koninklijke TenCate	+6,4	-18,9	-10,1	-1,4
14.	Nedap	+0,3	-5,2	-8,2	-2,1
15.	Royal Imtech	-67,6	-72,1	-58,0	-18,5

- In juli realiseerden 2 van de 15 deelnemingen (= 13%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 14 van de 15 ondernemingen (= 93%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand was **Neways Electronics International** wederom de sterkste stijger in de portefeuille. Nu de overname van de Duitse BuS Groep definitief is, koerst Neways af op een sterke omzet- en winstgroei in het lopende boekjaar;
- **Royal Imtech** is de enige deelneming die op jaarbasis een aanzienlijke negatieve koersperformance heeft gerealiseerd. Een nieuwe herfinancieringsronde lijkt de komende maanden onvermijdelijk alvorens Royal Imtech haar waardepotentieel kan gaan verwezenlijken.

Mutaties in de portefeuille

In juli hebben wij de bestaande posities in **Aalberts Industries**, **BE Semiconductor Industries**, **Brunel International**, **Kendrion**, **Koninklijke Brill** en **TKH Group** verder uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

ASM International, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde solide cijfers over het tweede kwartaal 2014. De netto omzet kwam 2% lager uit in vergelijking met het eerste (top)kwartaal 2014 op € 148,4 miljoen (Q1 2014: € 150,7 miljoen) en 15% hoger dan het overeenkomstige kwartaal een jaar eerder (Q2 2013: € 128,6 miljoen). De nettowinst bedroeg € 34,6 miljoen (Q1 2014: € 27,1 miljoen; Q2 2013: - € 23,4 miljoen), welke stijging mede werd gerealiseerd door een fors hogere bijdrage van ASM PT, de back-end divisie, in welke onderneming ASMI een belang van 40% houdt. De winstbijdrage van ASM PT steeg naar € 15,8 miljoen (Q1 2014: € 5,7 miljoen; Q2 2013: € 9,2 miljoen). Eens te meer waren het met name ALD en PEALD die de omzet- en winstgroei bewerkstelligden. De brutomarge bleef boven 42%, hetgeen iets minder sterk was dan in het voorgaande kwartaal. Zoals verwacht viel de orderingang sterk terug in het tweede kwartaal van € 172,1 miljoen in Q1 2014 naar € 119,5 miljoen, -30%. Enerzijds is dit de reflectie van een uitzonderlijk sterke orderingang in het eerste kwartaal, anderzijds voltrekt zich een normaal seizoenspatroon. Klanten zijn doende de aangeschafte capaciteit te installeren en zullen naar verwachting eerst vanaf het komende vierde kwartaal weer in nieuwe technologie en capaciteit investeren. Dientengevolge voorspelde CEO Chuck del Prado een sterke dubbelcijferige omzetzak voor het komende derde kwartaal, waarbij de gerealiseerde orderingang naar verwachting rond het niveau van het tweede kwartaal zal liggen. In een toelichting bij de cijfers

benadrukte Del Prado dat de voorziene omzetzijding hoofdzakelijk een timing effect is en dat de lange termijn *fundamentals* onderliggend onveranderd sterk zijn. Klanten moeten continu op zoek naar nieuwe technologieën en materialen. ASMI kan met haar vooruitstrevende (PE)ALD-technologie daarin een belangrijke rol vervullen, zeker nu het ernaar uitziet dat de EUV-machines van ASML pas de gewenste snelheid kunnen bereiken (2000 watt) in 2016/17. ASMI kan van deze vertraging sterk profiteren, de vraag naar (PE)ALD-technologie zal hierdoor alleen maar toenemen. ASMI is nog steeds de absolute marktleider in dit segment met een geschat marktaandeel van circa 75%. Deze markt zal naar verwachting de komende 2 tot 3 jaar ruimschoots verdubbelen naar US\$ 800 miljoen – 1 miljard. Het marktaandeel van ASMI zal naar verwachting de komende jaren wel wat afnemen door nieuwe toetreders (LAM Research) en bestaande concurrenten als Applied Materials/Tokyo Elektron. Omdat de (PE)ALD-markt steeds belangrijker en omvangrijker wordt, zullen klanten op zoek gaan naar een *second tier supplier*. Dit biedt overigens ook kansen voor ASMI, omdat zij nog niet aan alle marktpartijen levert.

De orderingang van 40%-deelneming ASM PT noteerde een nieuw record van US\$ 631 miljoen (+56%). Met een *book-to-bill* ratio van 1,35 blijven de vooruitzichten voor dit jaar erg goed. ASM PT verwacht dan ook voor het derde kwartaal een sterke dubbelcijferige groei van de omzet. ASM PT keert een interim dividend uit van HK\$ 0,80 per aandeel, ofwel 56% van de winst over het eerste halfjaar (HK\$ 1,43). Dit betekent dat ASMI circa € 12,2 miljoen tegemoet kan zien, ofwel € 0,19 per aandeel ASMI.

De waardepropositie van ASMI is al met al nog steeds volledig intact. De netto kaspositie bedroeg eind juni € 368 miljoen, ofwel € 5,73 per aandeel, 20% van de huidige beurswaarde.

De 40%-deelneming in ASM PT vertegenwoordigt tegen de huidige beurskoers van HK\$ 82,50 een waarde van € 1,26 miljard, ofwel circa 70% (€ 19,70 per aandeel ASMI) van de huidige beurswaarde. Hieruit volgt dat het kernbedrijf van ASMI, de front-end activiteiten, op slechts 10% van de beurswaarde van € 1,8 miljard wordt gewaardeerd, zijnde € 180 miljoen. Wij menen dat een waardering van € 1 miljard (10x de getaxeerde EBIT van circa € 100 miljoen voor het lopende boekjaar) meer reëel is. Immers, Applied Materials, Tokyo Elektron en LAM Research noteren tussen de 10 en 13 maal de getaxeerde EBIT 2014. De *sum-of-the-parts* van ASMI komt daarmee op een potentiële waarde van € 41,20 per aandeel. Ten opzichte van de huidige beurskoers van € 28,- betekent dit een opwaarts koerspotentieel van 47%.

Nedap, aanbieder van oplossingen en producten op het gebied van automatisering en beheer van bedrijfsprocessen en van besturings- en vermogenselektronica, rapporteerde over het eerste halfjaar 2014 een toename van de opbrengsten van 6% naar € 87,2 miljoen (H1 2013: € 82,0 miljoen) en een groei van de nettowinst van eveneens 6% van € 5,1 miljoen naar € 5,4 miljoen. De opbrengstengroei kwam voor rekening van de marktgroepen Healthcare, Light Controls, Livestock Management en Retail. De marktgroep Security Management rapporteerde gelijke opbrengsten, terwijl de marktgroepen Energy Systems, Identification Systems en Library Solutions lagere opbrengsten noteerden. Met name de teruggang bij Energy Systems was opmerkelijk. Na een goede start in 2014 zijn de afgelopen maanden de opbrengsten in deze marktgroep aanzienlijk achtergebleven bij die van vorig jaar en bij de verwachtingen. De solarmarkt in het belangrijkste afzetland Duitsland wordt geconfronteerd met nieuwe overheidsmaatregelen, te weten lagere invoertarieven en belastingheffing over eigen verbruik. Hierdoor zijn consumenten behoorlijk terughoudend geworden ten aanzien van de aanschaf van Nedap's toonaangevende PowerRouter. Juist in Duitsland heeft de marktgroep het afgelopen jaar hard gewerkt aan de opbouw van een fijnmazig netwerk van honderden installateurs die zijn getraind in de verkoop en installatie van de PowerRouter. Naast Duitsland is Energy Systems actief in andere West-Europese landen als België, Engeland, Frankrijk en Italië. Ook in deze landen zorgt het ontbreken van een bestendig nationaal en Europees beleid ter zake voor onduidelijkheid bij de consument, wat het nemen van aankoopbeslissingen niet bevordert. Ook de marktgroep Identification Systems meldde een teruggang van de opbrengsten. Enerzijds ziet deze marktgroep een stijging van de concrete belangstelling, anderzijds worden beslissingstrajecten langer en worden zelfs al in opdracht gegeven projecten uitgesteld. De onzekere economische situatie in haar marktsegmenten speelt daarbij een rol, maar ook hier is niet zelden het moeilijk verkrijgen van projectfinanciering door Nedap's afnemers een belangrijke reden voor uitstel. Overigens lagen de ontwikkelingen bij de marktgroepen in lijn met de uitspraken zoals die in het tussentijdse bericht van begin april waren gedaan. Voor geheel 2014 verwacht de Nedap-directie – onvoorziene omstandigheden voorbehouden – een stijging van de opbrengsten in vergelijking met 2013 (€ 173,7 miljoen). Over het resultaat in het lopende jaar wordt evenwel nog geen uitspraak gedaan, gezien de vele onzekerheden en de relatief

hoge toegevoegde waarde van de opbrengsten. Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van € 1,90 naar € 1,60 (2013: € 1,46). Uitgaande van een stabiele pay out van 75% komt het dividendrendement van het aandeel Nedap daarmee op 4,2% te liggen bij de huidige beurskoers van € 28,90. Mocht de onzekerheid in de economie afnemen, dan is er een aanzienlijke positieve hefboomwerking op de nettowinst in het verdienmodel van Nedap.

Amsterdam Commodities, handelsonderneming in specerijen, noten, thee, zaden en voedingsingrediënten, rapporteerde over de eerste helft van 2014 een met ruim 20% gestegen nettowinst van € 17,3 miljoen (H1 2013: € 14,3 miljoen) bij een met 1,1% gestegen omzet van € 306 miljoen (H1 2013: € 303 miljoen). Exclusief eenmalige posten van totaal € 0,6 miljoen steeg de nettowinst met 16,5%. Met name Catz International (handel in specerijen en noten) presteerde uitstekend met een omzettoename van ruim 16% naar € 145,7 miljoen (H1 2013: € 125,0 miljoen) en een bedrijfsresultaat van € 12,8 miljoen tegen € 10,8 miljoen over dezelfde periode van 2013 (+18%). Ook Red River Commodities (eetbare zaden) liet een mooie toename van het bedrijfsresultaat zien (+9,3%) bij een overigens behoorlijk lagere omzet van € 80,2 miljoen (H1 2013: € 90,5 miljoen). De afdeling Voedingsingrediënten boekte een stabiel halfjaarresultaat van circa € 1 miljoen, terwijl Van Rees (handel in thee) een lichte daling van het bedrijfsresultaat meldde van € 3,1 miljoen naar € 2,8 miljoen bij een 10% lagere omzet van € 70,7 miljoen (H1 2013: € 78,4 miljoen). Vanaf dit jaar herziet Acomo haar halfjaarlijks interim-dividend beleid door de hoogte van het interim-dividend in lijn te brengen met de onderliggende resultaten. Als gevolg hiervan werd het interim-dividend dit jaar opgetrokken naar € 0,40 per aandeel (H1 2013: € 0,17). Acomo meldde voorts de beoogde overname van 100% van de aandelen in SIGCO Warenhandel GmbH, gevestigd in Hamburg, Duitsland. SIGCO is met name actief in de Duitse markt met de handel en distributie van eetbare zaden zoals maanzaad, sesamzaad, zonnebloemzaden en pompoenzaden. De onderneming is een betrouwbare partner van zowel leveranciers als afnemers met een sterke positie in de Duitse bakkerij-industrie waar aanzienlijke hoeveelheden eetbare zaden worden verwerkt. Daarnaast introduceert SIGCO het product *Sunnypaste* in de markt, een vernieuwende en innovatieve spread gebaseerd op zonnebloempitten. De oorsprong van het familiebedrijf SIGCO gaat terug naar 1891 toen de fundamenten werden gelegd via de onderneming Messrs. H.A. & Gustav Kùchler. Met dat verleden voegt ook SIGCO wederom een belangrijk stuk familiegeschiedenis toe aan Acomo. SIGCO zal onder leiding van de bestaande directeur, Lars Reinecke, zelfstandig blijven opereren. Erik Rietkerk, CEO van Acomo, is enthousiast over de voorgenomen overname: *“SIGCO is een uitstekend geleide onderneming die goede en stabiele marges realiseert wat wijst op een zeer solide marktpositie. SIGCO opent voor Acomo nieuwe mogelijkheden in de Duitse markt en zal direct gaan bijdragen aan de winst per aandeel. Hiermee voldoet deze overname aan de strenge financiële criteria die wij al jaren hanteren bij mogelijke overnames.”* De totale overnameprijs, waarover geen inhoudelijke mededelingen werden gedaan, zal worden voldaan in cash. De Raad van Bestuur verwacht de relatief kleine acquisitie formeel af te kunnen ronden voor eind augustus, nadat de vereiste goedkeuring van de Duitse kartelautoriteiten is verkregen. Naar aanleiding van de sterke halfjaarcijfers verhogen wij onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van € 1,30 naar € 1,40 (2013: € 1,17), waarbij wij een dividend van € 0,90 per aandeel (2013: € 0,77) voorzien. Tegen de huidige beurskoers van € 17,30 wordt daarmee 12,4 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Acomo betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 5,2%.

Aalberts Industries (Industrial Services & Flow Control) meldde de overname van Flamco Group. Met een jaaromzet van ongeveer € 125 miljoen en 700 medewerkers is Flamco een belangrijke producent van expansievaten, toebehoren en bevestigingstechnologie. De groep heeft productielocaties in Duitsland, Nederland, het Verenigd Koninkrijk en China en verkoop- en distributielocaties in diverse landen in (Oost-)Europa. De producten van Flamco worden toegepast in verwarmings- en koelingsinstallaties voor woningen en (commerciële) gebouwen, een markt waar Aalberts Industries reeds een goede positie heeft in Europa en Noord-Amerika. Flamco en Aalberts Industries kunnen gezamenlijk een completer systeem portfolio aanbieden aan de projectontwikkelaar, installateur en groothandel en zo een sterkere marktpositie realiseren. Door deze overname kan Aalberts Industries vele groeimogelijkheden realiseren in de Climate Control markt. In West-Europa kunnen Flamco en Aalberts Industries de samenwerking optimaliseren door gebruik te maken van het bestaande verkoop- en distributienetwerk. In Oost-Europa, Rusland, China en Noord-Amerika kan Flamco de sterke marktpositie benutten die Aalberts Industries daar al heeft. Ook de OEM (Original Equipment Manufacturing) markt in met name Duitsland biedt een goede groeimogelijkheid. In deze markt worden specifieke

systemen ontwikkeld met vaak nieuwe technologieën die in een later stadium ook in de projectspecificaties voor verwarmings- en koelingsinstallaties in gebouwen kunnen worden gebruikt. Door uitwisseling van technologieën tussen de locaties van Flamco en Aalberts Industries kan de productie-efficiëntie worden verbeterd. Het management team van Flamco zal nauw samenwerken met Aalberts Industries om de vele mogelijkheden te implementeren. De resultaten van Flamco zullen met ingang van 1 juli jl. worden geconsolideerd en direct bijdragen aan de winst per aandeel. De overname zal worden gefinancierd uit kredietfaciliteiten.

Voorts meldde Aalberts Industries dat overeenstemming is bereikt met de grootaandeelhouders van de Duitse beursgenoteerde onderneming Impreglon over de overname van dit bedrijf. Impreglon, met hoofdvestiging in Lüneburg, is opgericht in 1983 en beursgenoteerd sinds 2006. Impreglon verwacht een jaaromzet van circa € 140 miljoen in 2014 en is wereldwijd actief op het gebied van oppervlaktebehandeling met 31 eigen productielocaties en 4 franchise operaties in 15 landen in Europa, Oost-Europa, Noord-Amerika en Azië. Impreglon is met name actief in de marktsegmenten machinebouw, reparatie en revisie in *after sales* markten en beperkt actief in de automobiemarkt. De hoogwaardige technologieën die Impreglon gebruikt voor de oppervlaktebehandelingen zijn nagenoeg in zijn geheel aanvullend aan die van Aalberts Industries. Impreglon heeft met name een sterke positie op het gebied van oppervlaktebehandelingen gecombineerd met polymeer, die slijtage tegengaat en de glijdingseigenschappen van componenten verbetert. Tevens is het bedrijf sterk op het gebied van thermische spuittechnologie, een hoogwaardige servicemarkt voor het uitvoeren van partiële oppervlaktebehandelingen. Aalberts Industries, reeds actief met oppervlaktebehandeling in 26 productielocaties in Europa, Oost-Europa en China, en Impreglon zijn in staat door samenwerking een completer pakket aan oppervlaktebehandelingen aan wereldwijd actieve *key accounts* en lokale klanten aan te bieden. Beide bedrijven kunnen optimaal gebruik maken van het gecombineerde servicenetwerk van in totaal 57 productielocaties wereldwijd. Het huidige management zal Impreglon blijven leiden en nauw samenwerken met de oppervlaktebehandelingsactiviteiten van Aalberts Industries. Indien het openbaar bod van € 14,- per aandeel succesvol is, zullen de resultaten van Impreglon direct bijdragen aan de winst per aandeel van Aalberts Industries.

Wij taxeren een extra bijdrage aan de winst per aandeel van circa € 0,05 in (de tweede helft van 2014) en van ruim € 0,10 in 2015. Tegen de huidige beurskoers van € 22,20 wordt thans 13,8 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Aalberts Industries betaald. Het dividendrendement komt, bij een pay-out percentage van 30%, op 2,2%.

BESI, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde veel beter dan verwachte halfjaarcijfers 2014. De omzet bedroeg in Q2 2014 € 116,2 miljoen, hetgeen een toename van 66,1% in vergelijking met het eerste kwartaal 2014 betekende en 60,5% hoger was dan in dezelfde periode een jaar eerder. De machines van BESI bleken zeer gewild bij fabrikanten van smart phones, tablets en automotive toepassingen, waardoor de orderingang zich spectaculair ontwikkelde. Het orderboek steeg naar € 124,2 miljoen, een stijging van 11,8% ten opzichte van het voorgaande kwartaal en +50,2% in vergelijking met dezelfde periode in 2013. De brutomarge bedroeg in het tweede kwartaal 43,2%, een mooie verbetering ten opzichte van zowel Q1 2014 (42,3%) als Q2 2013 (40,4%). Over het eerste halfjaar kwam de omzet uit op € 186,2 miljoen, een stijging van 36,5% in vergelijking met H1 2013 (€ 136,5 miljoen). De nettowinst over deze periode bedroeg € 29,9 miljoen (H1 2013: € 10,3 miljoen), waarmee het aantrekkelijke verdienmodel van BESI in harde cijfers werd vertaald. De componenten hiervan bestaan uit (a) een omzetstijging op jaarbasis van € 49,7 miljoen (b) een brutomarge verbetering van 2,9% door omzetsynergieën en arbeids- en productiviteitsefficiency verbeteringen en (c) een 12,4% lagere belastingdruk welke deels werd teniet gedaan door hogere operationele kosten als gevolg van toegenomen variabele vergoedingen. De onderneming schetste voorts een positief perspectief voor het derde kwartaal 2014. Naar verwachting zal de omzet in het seizoensmatig zwakke derde kwartaal ten opzichte van Q2 2014 met 10-15% dalen, maar naar schatting 50 tot 60% hoger liggen dan de overeenkomstige periode in 2013. De brutomarge zal naar verwachting in de bandbreedte 42 - 44% liggen. De kostenstijging zal beperkt blijven tot 0 - 5% in vergelijking met Q2 2014. Al met al stevent BESI af op een absoluut recordjaar. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van € 1,15 naar € 1,40 (2013: € 0,43). Het management heeft bevestigd vast te zullen houden aan de hoge pay out van circa 80%, wat gezien de sterke vermogensverhoudingen overigens niet als verrassing komt. Hiermee zal het contante dividend over 2014 uitkomen op getaxeerd € 1,12 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 12,30 wordt 8,8 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen BESI betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op ruim 9%.

Koninklijke TenCate, wereldwijd toonaangevend producent van technisch textiel, rapporteerde de cijfers over het eerste halfjaar 2014. Na een uitgesproken zwak eerste kwartaal was er in het tweede kwartaal sprake van een omzet- en winstherstel. De omzet en EBITA namen over deze periode toe met respectievelijk 5% en 22%. Over het eerste halfjaar 2014 werd een 3% lagere omzet van € 497,6 miljoen gemeld (H1 2013: € 510,9 miljoen) en een 16% lagere EBITA van € 24,3 miljoen (H1 2013: € 28,8 miljoen). De winst per aandeel kwam uit op € 0,38 (H1 2013: € 0,50). De schuldratio (Nettoschuld/EBITDA) bleef nagenoeg stabiel op 2,87 (H1 2013: 2,80) en binnen het met de banken overeengekomen convenant van 3,50. Wij menen dat met deze halfjaarcijfers het laagste punt in de nettowinstontwikkeling bij TenCate is bereikt. Op basis van de toelichting bij de halfjaarcijfers verwachten wij dat het in het tweede kwartaal ingezette herstel zal doorzetten in de tweede jaarhelft. Zo daalde de omzet van TenCate Protective Fabrics in het eerste halfjaar als gevolg van een laag niveau van de vraag van het Amerikaanse leger naar TenCate Defender M, de brandwerende textiele vezels in gevechtuniformen. De omzet van beschermende weefsels aan de industriële markt (TenCate Tecasafe Plus) steeg met ruim 10%. TenCate Composites realiseerde in het eerste halfjaar een autonome omzetgroei van 24%. Ook de winstgevendheid nam toe als gevolg van een hogere bezettingsgraad. Deze marktgroep profiteerde van een toename van de vraag uit de luchtvaartindustrie. De toekomstige groei is gerelateerd aan de nieuwste generatie vliegtuigen waarin TenCate materialen zijn gecertificeerd. De toepassing van composietmaterialen voor serieproductie in de automotive-industrie verkeert nog in de ontwikkelingsfase. De huidige omzet in automotivecomposieten, geschat op circa € 10 miljoen, ontwikkelt zich evenwel positief. Ook in andere markten is sprake van een toenemende belangstelling voor composietmaterialen (industrial composites). Te denken valt aan sportschoenen en militaire toepassingen, waar composiet in containers kan worden verwerkt. De marktgroep TenCate Advanced Armour werd geconfronteerd met een verdere omzetzakking. Deze marktgroep blijft echter positief gestemd over de vooruitzichten van TenCate in deze markt, gelet op de engineeringcapaciteiten van de onderneming. Het eerder dit jaar door TenCate uitgesproken verwachte herstel van de vraag zal zich in de tweede helft van het jaar manifesteren. Onlangs werden enkele meerjarenorders aangekondigd, die naar verwachting later dit jaar van start gaan. De commerciële introductie van het TenCate ABDS *active blast countermeasure systeem* vindt naar verwachting in 2017 plaats, wanneer belangrijke voertuigprogramma's staan gepland. In het eerste halfjaar 2014 doorstond het systeem belangrijke tests. Het succes van dit systeem zal de marktpositie van TenCate Advanced Armour verder versterken. De omzet van de sector Geosynthetics & Grass steeg met 5% tot € 259,2 miljoen als gevolg van een sterk herstel in het tweede kwartaal. De EBITA daalde echter met 27% naar € 11,0 miljoen. Deze daling kwam vrijwel volledig voor rekening van TenCate Geosynthetics. Het herstel in Europa, het Midden-Oosten en Afrika, alsmede in Azië/Pacific bleef achter als gevolg van lagere overheidsbudgetten en lokale politieke onzekerheid in belangrijke Aziatische markten. De marktgroep TenCate Grass liet een autonome omzetstijging zien van ruim 10%. De focus van TenCate ligt op het creëren van nieuwe kwaliteitsstandaarden ten aanzien van kunstgrassystemen. De introductie van het merk GreenFields in de Verenigde Staten heeft geleid tot een groeiversnelling en een versterking van de marktpositionering. De groei werd mede gedragen door een herstel van de wereldwijde kunstgrasmarkt en de aantrekkende vraag naar hoogwaardige vezels en sportsystemen, zoals het eerder geïntroduceerde hockeysysteem GreenFields TX. Dit systeem staat internationaal in de belangstelling als gevolg van de profilering bij een groot aantal nationale hockeybonden tijdens de recente wereldkampioenschappen in Den Haag. Tevens is sprake van een toegenomen interesse voor kunstgras in het Nederlandse beroepsvoetbal, wat eveneens een positief internationaal effect heeft. Het aantal orders voor het tweede halfjaar voor hoogwaardige kunstgrassystemen is derhalve sterk toegenomen. In de sector Overig, bestaande uit TenCate Enbi (rubber rollers) en Xennia Technology, stonden omzet en winstgevendheid van Enbi tijdelijk onder druk als gevolg van aanloopkosten voor nieuwe contracten. De vooruitzichten voor Enbi blijven volgens het management echter gunstig. Het winstherstel van Xennia Technology zette zich voort in het eerste halfjaar. De focus op inktverkoop had een positief effect op de omzetsamenstelling. Met name in textielmarkten was sprake van een sterke omzetgroei. Inkten van Xennia Technology bieden aantoonbare kwaliteitsvoordelen voor de eindgebruiker. Voor de tweede helft van het jaar lijkt een winstverbetering aanstaande nu de operationele marges zijn gestegen tot ruim 40%. Aan investeringen besteedde TenCate in de eerste helft van 2014 een bedrag van € 12,0 miljoen (H1 2013: € 4,8 miljoen) met als belangrijke projecten de uitbreiding van de capaciteit van het 3D-matrixgeweven kunstgrassysteem GreenFields MX, de verdere ontwikkeling van TenCate ABDS en het digitaal printen en veredelen. Wat dit laatste betreft zal de omzet van digitaal geproduceerde producten naar verwachting binnen twee maanden starten. De

inkjetmachine die bij de introductie vorig jaar een productiesnelheid van 10 meter per minuut haalde, heeft inmiddels de gewenste snelheid van 40 meter per minuut bereikt. In de tweede helft van het lopende boekjaar mag voorts worden gerekend op een aantrekkende omzet van Defender-M. TenCate mikt de komende jaren op handhaving van een basisomzet van de Defender-M portfolio van minimaal € 25 – 50 miljoen per jaar. Voorts zal de composietenomzet in de vijfjaarsperiode 2013 – 2018 autonoom kunnen verdubbelen tot tenminste € 300 miljoen. Hiervoor is nog een capex van € 50 miljoen benodigd. De TenCate-portfolio blijft al met al zeer veelbelovend. Het volledige potentiële rendement zal evenwel niet vóór 2016 – 2017 zichtbaar worden, omdat veel clusters zich nog in de opbouwfase bevinden.

Voor 2014 gaan wij vooralsnog uit van een bescheiden nettowinst van € 0,75 per aandeel (2013: € 0,72). In de jaren erna bestaat er voldoende uitzicht om terug te kunnen keren naar de recordwinsten van 2010 en 2011 toen een winst per aandeel van € 1,80 – 2,30 werd gerealiseerd. Tegen deze achtergrond achten wij de huidige beurswaardering van aandelen Koninklijke TenCate van € 19,60 per aandeel aantrekkelijk. Handhaving van het (keuze)dividend van € 0,50 per aandeel geeft bij de huidige waardering een dividendrendement van 2,6%.

Koninklijke Boskalis Westminster, internationale dienstverlening op het gebied van baggeren, maritieme infrastructuur en maritieme diensten, meldde vier nieuwe contracten in de verslagmaand:

- In combinatie met partner VolkerWessels werd een contract verworven van Dudgeon Offshore Wind Limited, eigendom van het Noorse Statoil en Statkraft, voor de aanleg van elektriciteitskabels voor het offshore windmolenpark Dudgeon. Het project heeft een totale contractwaarde van € 110 miljoen, waarvan Boskalis de helft voor haar rekening neemt;
- In consortiumverband werd een opdracht verworven in het kader van de uitbreiding van de Tuas Mega Port in Singapore. Opdrachtgever Jurong Town Corporation heeft het landaanwinningproject van Tuas Finger One toegewezen aan een consortium bestaande uit Hyundai, Samsung, Penta Ocean, Boskalis en Van Oord. Het contract heeft een totale waarde van Sing\$ 960 miljoen, waarvan het aandeel van Boskalis/Van Oord circa € 100 miljoen bedraagt;
- Rijkswaterstaat en de provincie Overijssel hebben het voornemen om het contract voor de IJsseldelta aan Boskalis te gunnen. Het project maakt deel uit van het ruim dertig maatregelen tellende landelijke programma *Ruimte voor de Rivier*, dat tot doel heeft om het Nederlandse rivierengebied beter te beschermen tegen overstromingen. Met het contract is een aanneemsom van circa € 127 miljoen gemoed, waarvan het aandeel van Boskalis 50% bedraagt;
- Siemens NL heeft VSMC, joint venture van VolkerWessels en Boskalis, gecontracteerd voor het ontwerpen, leveren en installeren van de stroomkabels tussen de 48 windturbines van het Westerneerwind Offshore Windpark en de zes exportkabels die het windpark met het vasteland verbinden. Van dit contract werden geen financiële details bekendgemaakt.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 2,75 (2013: € 2,65), waarmee de aandelen Boskalis tegen de huidige beurskoers van € 39,30 op circa 14,3 maal de verwachte winst 2014 worden gewaardeerd. Wij voorzien bij deze verhoudingen een dividendrendement van 3,3%.

Internationaal ingenieursbureau **Arcadis** rapporteerde halfjaarcijfers 2014 die licht achterbleven bij de marktconsensus. De netto omzet daalde in de eerste zes maanden met 2% van € 1.240 miljoen naar € 1.198 miljoen. Daarentegen steeg de EBITA met 9% van € 86,2 miljoen naar € 92,7 miljoen. De operationele marge klom dientengevolge van 9,1% naar 10,0%. Valuta-invloeden sorteerden een negatief effect van 4% op de netto omzet en van 5% op de EBITA. In alle gebieden boekte Arcadis omzetgroei met uitzondering van de Verenigde Staten, alwaar de overheidsbestedingen onder druk liggen en in de private markt sprake is van een stevige concurrentie. CEO Neil McArthur stelde in een toelichting dat Arcadis in Noord-Amerika niettemin de beste relatieve performance ten opzichte van de *peer group* heeft gerealiseerd. De onderneming voorziet een gelijke omzet voor geheel 2014 en een 5-10% hoger resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening in vergelijking met 2013. Vier dagen na publicatie van de halfjaarcijfers annonceerde Arcadis de grootste overname in haar geschiedenis. Het is voornemens Hyder Consulting, een op de Engelse beurs genoteerde collega-onderneming, over te nemen voor een bedrag van GBP 256 miljoen, waardoor de groepsomzet met circa 15%

zal toenemen. Arcadis betaalt een premie van 39% op de slotkoers van Hyder vóór de aankondiging van de overname. Algemeen wordt deze voorgenomen acquisitie, die naar verwachting in Q4 2014 zal worden afgerond, als duur aangemerkt, maar in strategische zin als uiterst interessant geapprecieerd. 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 sub-10 aandelenuitgifte ter medefinanciering van de acquisitie in de tweede helft van dit jaar niet uit. Wij handhaven 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 € 23,50 wordt daarmee 14,2 maal de verwachte winst voor de aandelen Arcadis betaald en komt het verwachte dividendrendement op 2,6%.

Technisch dienstverlener **Royal Imtech** kwam met een summier *trading update* over het eerste halfjaar 2014. De operationele performance van de groep op het gebied van orderingang, omzet en operationele EBITDA in het tweede kwartaal van het lopende boekjaar bewoog zich op het gemiddelde peil van dat van het eerste kwartaal 2014. De netto schuld per eind juni bedroeg € 1.040 miljoen, waarvan € 43 miljoen het karakter van *non cash* heeft en deel uitmaakt van een financieringsarrangement. Het management is opnieuw in overleg getreden met haar voornaamste financiers over aanpassing van de afgesloten arrangementen, inclusief overeengekomen convenanten. Het trage operationele herstel maakt dit noodzakelijk. Voorts werd bevestigd dat de voorgenomen verkoop van de ICT-divisie op schema ligt. Hieromtrent zal in het komende derde kwartaal uitsluitel worden gegeven. Wij voorzien dat, naast de verkoop van dit onderdeel dat naar schatting circa €300 miljoen zal opbrengen, aanvullende financiering zal moeten worden gevonden. Deze kan mogelijk in de vorm van een claimemissie, een verkoop van één of meer bedrijfsonderdelen of een combinatie van beiden worden vormgegeven. Momenteel noteert het aandeel Royal Imtech circa 20% onder de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel. Op dinsdag 26 augustus a.s. worden de halfjaarcijfers gepubliceerd en verwachten wij nadere berichten over de herkapitalisatie.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	13,5%
Hunter Douglas	10,6%
Nedap	10,5%
Acomo	8,8%
Brunel International	8,4%
Aalberts Industries	8,1%
TKH Group	8,0%
Kendrion	7,6%
BE Semiconductor Industries	6,2%
Koninklijke TenCate	5,3%
Overige 5 deelnemingen	13,9%
Totaal	100,9%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De aandelenmarkten lagen begin juli onder druk onder invloed van toenemende internationale politieke spanningen. Hierdoor ontstaat toenemende twijfel omtrent de houdbaarheid van het economische herstel in het vervolg van dit jaar en in 2015. Keerzijde is dat de aannemelijkheid van een Europese rentestijging op korte termijn verder weg is dan ooit. Ten aanzien van de perspectieven van onze portefeuille blijven wij positief gestemd, omdat in 2014 onzes inziens een behoorlijk (circa +15 à 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 13,8 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 6 augustus 2014