

MAANDBERICHT OVER MEI 2014

Inleiding

De maand mei bracht licht hogere beurskoersen bij overwegend lage omzetten. De AEX-index steeg 1,7% naar 407,21, de Amsterdam Midkap-index voegde 2,7% toe op 662,53, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 1,6% klom naar 603,34.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in mei 0,3% van € 34,36 naar € 34,44. Over de eerste vijf maanden van 2014 bedraagt het totale beleggingsresultaat (koerswinst plus dividend minus kosten) 6,4%.

Het fondsvermogen per 2 juni 2014 bedraagt € 68,1 miljoen, waarvan een bedrag van € 65,6 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquide positie maakt hierdoor 3,7% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 juni 2014 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 34,26
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 34,44
Fondsvermogen	€ 68.118.398
Aantal uitstaande aandelen	1.978.061

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	+6,40	+50,56
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+3,30	+5,75
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+7,05	+20,26
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,84	+11,78

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/05/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/05/2014)

Peildatum: 30/05/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Neways Electronics Int.	+149,9	+71,3	+30,1	+29,9
2.	BE Semiconductor Ind.	+64,2	+50,6	+20,0	-0,5
3.	Aalberts Industries	+37,6	+7,5	-1,5	+0,6
4.	Boskalis Westminster	+36,6	+13,8	+15,2	+2,3
5.	Brunel International	+35,8	+1,5	0,0	-5,7
6.	TKH Group	+30,4	+2,5	+1,6	+2,8
7.	Kendrion	+25,9	+13,0	+3,0	+5,1
8.	Arcadis	+20,5	+3,3	-5,4	+1,3
9.	Hunter Douglas	+15,3	+11,4	+6,7	0,0
10.	Acomo	+12,5	+6,4	+1,0	-4,2
11.	Koninklijke Brill	+11,2	+12,7	+5,6	-1,9
12.	ASM International	+10,8	+22,7	+9,0	-3,0
13.	Koninklijke TenCate	+10,3	-11,4	-12,9	-2,6
14.	Nedap	+0,2	+7,2	+4,5	-1,8
15.	Royal Imtech	-69,0	-43,9	-42,4	-18,6

- In mei realiseerden 7 van de 15 deelnemingen (= 47%) 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; na publicatie van de eerste kwartaalcijfers en de aangekondigde overname van BuS Group lijkt Neways de status van notoire *underperformer* definitief achter zich te laten;
- **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 mei hebben wij de posities in **Aalberts Industries**, **Acomo**, **ASM International**, **Koninklijke Brill**, **Brunel International** en **Kendrion** verder uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Wij waren aanwezig bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van **ASM International**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie. Tijdens deze vergadering bevestigde CEO Chuck del Prado de gunstige perspectieven voor zijn onderneming. Eerder rapporteerde ASMI zeer sterke cijfers over het eerste kwartaal 2014. De omzet nam op kwartaalbasis met 19% toe tot € 150,7 miljoen en jaar-op-jaar zelfs met 88% (Q1 2013: € 80,0 miljoen). Deze groei werd gedreven door de (PE-)ALD verkopen, op welke snelgroeiende markt ASMI een toonaangevende positie inneemt met een marktaandeel van circa 70%. Het orderboek was met € 172 miljoen eveneens beter gevuld dan analisten hadden voorzien. De gemiddelde prognose bedroeg € 154 miljoen. De brutomarge van 43,7% was aanzienlijk hoger dan de marktconsensus van 39%. Door een adequate kostenbeheersing kwam de EBIT uit op een hoger dan verwachte € 21,3 miljoen (2013 Q4: € 15,8 miljoen; 2013 Q1: - € 3,1 miljoen). 40%-deelneming ASM PT (back-end activiteiten) droeg € 5,7 miljoen bij aan het nettoresultaat, waarbij een stijging van de ontvangen orders met bijna 38% tot US\$ 403 miljoen een goed perspectief biedt voor een hogere winstbijdrage later in het jaar. Het management waarschuwde voor een lagere groei van de front-end activiteiten in het tweede kwartaal. Dit is geen verrassing, omdat de industrie eerst de zojuist afgenomen capaciteit zal inzetten alvorens mogelijk nieuwe orders te plaatsen. Al met al uitstekende cijfers en een consistente prognose voor het komende kwartaal. Del Prado stelde tijdens de vergadering

dat 'de beurskoers van ASMI niet de waarde vertegenwoordigt die in het bedrijf zit'. Wij onderschrijven deze stelling volledig en drongen daarom aan op gepaste maatregelen om in deze ongewenste situatie verandering te brengen. Op basis van een *sum-of-the-parts* analyse kan immers een zogenaamde *fair value* van ruim € 42,- voor aandelen ASMI worden berekend bij een beurskoers van € 31,20. Derhalve een discount van ruim 25%. Echter, ons pleidooi om inkoop van eigen aandelen, verkoop van een additioneel deel van het 40%-pakket in ASM PT of een extra (belastingvrij) dividend uit te keren, konden niet op goedkeuring van de CEO rekenen. Del Prado acht vasthouden aan de huidige structuur voorlopig in het belang van alle stakeholders, omdat ASMI hierdoor voldoende 'robuustheid' in de halfgeleidersector behoudt. Voorzitter van de Raad van Commissarissen Jan Lobbezoo zegde echter toe de ontstane situatie regelmatig te zullen evalueren. Naar ons inzicht is een nauwelijks renderende netto kaspositie van ruim € 370 miljoen bij een marktkapitalisatie van krap € 2 miljard, een voorbeeld van sub-optimale aanwending van door aandeelhouders ter beschikking gestelde middelen. Indien ASMI deze middelen niet binnen afzienbare termijn aanwendt voor productieve investeringen (zoals een strategische acquisitie) zou terugbetaling in enige vorm onzes inziens dienen te worden overwogen. Mede-groootaandeelhouder Eminence Capital, naar eigen zeggen in bezit van een belang van 7% in ASMI, onderschreef onze zienswijze. Gezien de huidige significante onderwaardering van de aandelen ten opzichte van de *fair value* en de prima vooruitzichten op winstgroei in de komende periode handhaven wij de hoge weging van ASMI in de portefeuille.

Hunter Douglas (raambekleding en bouwgerelateerde producten) rapporteerde tevredenstellende cijfers over het eerste kwartaal 2014. De omzet nam met 4,3% toe van US\$ 580,9 miljoen in Q1 2013 naar US\$ 605,6 miljoen. Het bruto bedrijfsresultaat (EBITDA) verbeterde met 15,1% van US\$ 34,5 miljoen naar US\$ 39,7 miljoen. Door US\$ 2,7 miljoen hogere interestlasten resteerde een marginaal hogere nettowinst van US\$ 10,6 miljoen (Q1 2013: US\$ 10,4 miljoen). Positief was dat in alle regionen een volumegroei van de omzet zichtbaar was. Met name de volumegroei van 4% in Europa (39% van de groepsomzet) viel in positieve zin op, waarbij het gunstige voorjaarsweer een handje hielp. Daartegenover stond een bescheiden volumetoename van 1% in Noord-Amerika (39% van de groepsomzet) waar het strenge winterweer juist voor lastiger verkoopomstandigheden zorgde. Latijns Amerika (10% van de groepsomzet) en Azië (8% van de groepsomzet) rapporteerden een krachtige volumegroei van respectievelijk +18% en +14%, waarbij de groei in Zuid-Amerika overigens goeddeels teniet werd gedaan door de zwakke lokale valuta's die per saldo 14% deprecieerden ten opzichte van de US dollar. In alle regionen, met uitzondering van Noord-Amerika, stegen de resultaten. Traditioneel spreekt het management zich niet uit over het te verwachten jaarresultaat. Men gaat wel uit van betere economische omstandigheden in de Verenigde Staten en Azië en van een stabiele marktomgeving in Latijns Amerika. Ten aanzien van Europa houdt HD onveranderd rekening met uitdagende marktomstandigheden zolang het consumentenvertrouwen laag blijft en de huizenmarkten niet aantrekken. Wij handhaven onze winsttaxatie 2014 op € 3,75 per aandeel (2013: € 3,08). Het eerste kwartaal is daarbij traditioneel het minst belangrijke voor HD. Gezien het prille herstel in Europa en de gunstige vooruitzichten elders, achten wij realisatie van onze taxatie goed haalbaar. Tegen de huidige beurskoers van € 36,20 wordt 9,7 maal de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Uitgaande van een verwacht dividend van € 1,50 per aandeel komt het dividendrendement op 4,1%.

Wij brachten een bedrijfsbezoek aan N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** en spraken met bestuursvoorzitter Ruben Wegman. Nedap verwacht voor het eerste halfjaar 2014, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een lichte tot duidelijke stijging van de opbrengsten vergeleken met dezelfde periode van vorig jaar (€ 82,0 miljoen). Alle marktgroepen, met uitzondering van de marktgroep Library Solutions, voorzien een groei of bestendinging van hun opbrengsten. Door de flinke investeringen in de organisatie gedurende de afgelopen twaalf maanden, onder meer door uitbreiding van het aantal medewerkers, kan de resultaatontwikkeling ten opzichte van de omzetontwikkeling achterblijven. In het gesprek lag de nadruk op de perspectieven voor opbrengsten- en winstgroei voor de middellange termijn. Nedap beschikt anno 2014 over een mooie portfolio van (technologische) oplossingen in een aantal specifieke marktgroepen. Daarbij heeft het management de duidelijke ambitie om van een Noord-Europese aanbieder uit te groeien naar een 'global player' en in de geselecteerde niches op zogenaamd Champions League-niveau te opereren. Het begin deze eeuw ontwikkelde AEOS systeem staat vaak aan de basis van de oplossingen die Nedap aanbiedt in de belangrijkste marktgroepen Retail, Security Management, Livestock Management en Light Controls. Het AEOS systeem

is geheel modulair opgebouwd en omvat zowel hardware componenten (AEpacks) als software componenten. Door deze componenten op intelligente wijze te combineren wordt het systeem afgestemd op de behoeften van de afnemer. De gekozen intelligente modulaire structuur maakt de uitbreiding en wijziging van het AEOS systeem mogelijk zonder beperkingen. Zo kunnen extra kantoren worden toegevoegd, speciale functies voor bepaalde zones worden geïntroduceerd of geleidelijk het beveiligingsniveau van de bestaande systemen worden verhoogd. Anno 2014 garandeert AEOS maximale flexibiliteit en schaalbaarheid van het systeem, beveiligingsniveaus, bevoegdheden van gebruikers en functionaliteit. Door te investeren in een gestandaardiseerde architectuur is het AEOS systeem per definitie state-of-the-art en worden de diensten uiterst kostenefficiënt aangeboden. Deze visie sluit aan bij een ontwikkeling die door de Nedap-directie in het jaarverslag 2013 wordt gesignaleerd: 'Door hyper geïnformeerde klanten en toenemende marktconvergentie wordt een steeds groter deel van de markt door een steeds kleiner aantal leidende spelers ingenomen. Dit zijn dan ook de partijen die voldoende winst genereren om zich de investeringen in nieuwe generaties producten te kunnen permitteren en zo hun voorsprong verder uit te breiden.' Teneinde grote klanten als Unilever en H&M optimaal te kunnen bedienen, is Nedap in 2012 het meerjarige programma 'Road to Excellence' gestart. Dit programma ziet erop toe dat Nedap in staat is om ook grotere en meer complexe projecten adequaat ten uitvoer te brengen. Met name een professioneel project management is van cruciaal belang. Tenslotte zoekt Nedap bij het bouwen van aansprekende proposities veel nadrukkelijker dan voorheen de samenwerking met zogenaamde sleutelklanten. Het management kiest bewust voor de groeimogelijkheden op langere termijn, ook wanneer dit ten koste gaat van het korte termijn resultaat. Hierdoor daalde de toegevoegde waarde per medewerker in overgangsjaar 2013 van € 166.000 naar € 160.000. De komende jaren voorzien wij een geleidelijke versnelling van de opbrengsten- en winstgroei vanaf het vertrekpunt van 2013. Opbrengsten toen: € 174 miljoen en nettowinst: € 9,8 miljoen. Bovendien zal een beduidend groter deel van de opbrengsten buiten Europa worden gerealiseerd. In 2013 werd slechts 10% van de opbrengsten in Noord-Amerika gerealiseerd en 8% in Overige landen, met name in Zuidoost-Azië. Het nieuwe Nedap groeiemodel moet het onzes inziens mogelijk maken om op jaarbasis autonoom met 10-15% te groeien en de operationele winstmarge naar de interne doelstelling van 10% te brengen. Voor het lopende jaar handhaven wij onze eerdere taxaties van een winst per aandeel van € 1,90 (2013: € 1,46), hetgeen impliceert dat de recordwinst van 2012 van € 2,01 zal worden benaderd. Tegen de huidige beurskoers van € 32,- wordt thans 16,8 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Nedap betaald en bedraagt het dividendrendement 4,5% uitgaande van een stabiele 75% pay out.

Kendrion, wereldmarktleider in elektromagneten, rapporteerde sterke cijfers over het eerste kwartaal 2014. De omzet steeg met 47% van € 71,4 miljoen naar € 105,2 miljoen, waarbij de autonome omzettoename op 6,2% uitkwam. Hiermee passeerde Kendrion voor het eerst in haar geschiedenis de magische grens van € 100 miljoen omzet in één kwartaal. De EBITA nam met 71% toe van € 4,9 miljoen naar € 8,3 miljoen. De overname van Kuhnke per 14 mei 2013, had vanzelfsprekend enige invloed op deze gunstige ontwikkeling. CEO Piet Veenema maakte gewag van gunstige economische omstandigheden, in het bijzonder in de belangrijke thuismarkt Duitsland. Zowel in de Industrie-divisie als in de Automotive divisie zijn de vooruitzichten positief, hetgeen zich vertaalt in een stijging van de orderontvangst. Ten aanzien van de Industrie-divisie wordt de komende maanden een voortzetting van de gunstige ontwikkeling voorzien welke wordt gedragen door de groei in de Europese machinebouwsector. In de Automotive divisie is eveneens een opgaande tendens zichtbaar, welke niet uitsluitend op conto van de recente start van nieuwe producten in het segment van Duitse personenauto's mag worden geschreven, maar zich evenzeer manifesteert in de internationale bus- en truckmarkt. De in aanvang geconstateerde integratieproblemen bij Kuhnke lijken inmiddels onder controle te zijn. Kendrion meldde een bijdrage van Kuhnke aan de winstgevendheid en tevens dat de onderneming goed op weg is haar doelstellingen te realiseren. Voor geheel 2014 voorziet het management een omzetstijging als gevolg van de positieve ontwikkeling in beide divisies. Ten aanzien van het te verwachten jaarresultaat houdt men nog een slag om de arm, gezien de onvoorspelbaarheid van het economische klimaat. Wij voelen ons comfortabel met een taxatie van de winst per aandeel van € 1,85 (2013: € 1,14), waarmee de aandelen Kendrion tegen de huidige beurskoers van € 25,70 op 13,9 maal de verwachte winst 2014 worden gewaardeerd. Bij een voorziene pay out van 45% komt het dividendrendement alsdan op 3,3%.

Technologiebedrijf **TKH Group** rapporteerde beter dan verwachte cijfers over het eerste kwartaal 2014. De omzet nam met ruim 10% toe van € 285,3 miljoen naar € 314,4 miljoen. De EBITA klom van € 19,2 miljoen naar € 26,7 miljoen, ofwel een stijging van ruim 39%, terwijl de ROS (return on sales) dientengevolge een fraaie stijging liet zien van 6,7% naar 8,5%. CEO Alexander van der Lof schreef de resultaatverbetering met name toe aan de positieve ontwikkeling van de orderontvangst gedurende 2013 binnen het segment Industrial Solutions, in het bijzonder de bandenbouwdivisie. De mondiale investeringen op het gebied van kapitaalgoederen zijn verder toegenomen en ook de marktpositie van TKH ontwikkelde zich gunstig. De TKH-technologieën spelen goed in op de belangrijke trend naar het steeds verder verhogen van efficiency, kwaliteit, flexibiliteit en automatiseringsgraad van productieprocessen. Ook in de afgelopen maanden nam de orderontvangst verder toe, waarmee een goede basis is gelegd om groei te kunnen realiseren in de komende kwartalen. De daling van de vraag in de bouw- en constructiesector binnen het segment Building Solutions kon grotendeels worden opgevangen door een goede ontwikkeling van de gedefinieerde verticale groeimarkten waarop TKH zich richt. Traditioneel geeft het management pas bij publicatie van de halfjaarcijfers in augustus een prognose van het jaarresultaat 2014. Wij handhaven onze taxatie vooralsnog op € 1,85 (2013: € 1,48), waarmee de aandelen TKH tegen de huidige beurskoers van € 25,50 worden gewaardeerd op 13,8 maal de getaxeerde winst. Uitgaande van een 50%-pay out komt het dividendrendement op 3,6%.

Royal Imtech, leverancier van technische oplossingen, rapporteerde licht tegenvallende cijfers over het eerste kwartaal 2014. De omzet kwam uit op € 1.120 miljoen, ruim 5% lager dan in het eerste kwartaal 2013 (€ 1.180 miljoen). De EBITDA verbeterde weliswaar van - € 27,1 miljoen naar - € 15,8 miljoen, maar bleef negatief. Als gevolg van fors hogere interestlasten kwam het netto resultaat uit op - € 77,3 miljoen (Q1 2013: - € 59,6 miljoen). De turn around in de belangrijke Duitse markt kreeg vorm door een eerste verbetering van de EBITDA, maar het werkkapitaalbeheer dient nog te worden verbeterd. De netto schuld kwam uit op € 895 miljoen en geniet de prioriteit om op korte termijn belangrijk te worden teruggebracht. Hiertoe kondigde Imtech vorige maand reeds de verkoop van haar ICT- divisie aan. Dit in het kader van het streven om uiterlijk medio 2015 de schuldpositie terug te brengen met een bedrag van tenminste € 400 miljoen. De ICT-divisie wordt door het Imtech-management als een niet-kernactiviteit beschouwd. Daarentegen is het wel de meest winstgevende individuele divisie met in 2013 een EBITDA van € 37 miljoen op een omzet van € 740 miljoen. Bij de ICT-divisie zijn 2.380 medewerkers in dienst die onder meer strategische partnerships met wereldspelers als Cisco, IBM, Microsoft, Juniper en SAP onderhouden. De strategie van de divisie rust op vijf pijlers, te weten: cloud solutions, managed services, business analysis, collaboration solutions en business solutions. Imtech ICT telt ongeveer 7.000 cliënten in Nederland, Duitsland, Oostenrijk, Zweden, België, Zwitserland, het Verenigd Koninkrijk en de Filippijnen.

De verkoop van de divisie zal plaatsvinden via een zogenaamd veilingproces, zodat de meest optimale opbrengst voor Imtech kan worden verkregen. In de markt circuleren schattingen van € 250 – 350 miljoen als mogelijke opbrengst. Hiermee zou Imtech een forse stap zetten om haar financiële doelstellingen te realiseren. Wij gaan ervan uit dat een transactie in oktober van dit jaar kan worden gerealiseerd.

Wij menen dat Imtech in staat moet zijn vanaf de tweede helft van dit jaar geleidelijk toe te groeien naar realisatie van de vorig jaar geformuleerde lange termijn doelstellingen: Net debt/EBITDA < 2, operationele EBITDA-marge: 4 – 6%, 90% cash conversie op EBITDA niveau en 40% dividend pay out (zodra Net debt/EBITDA < 2 is gerealiseerd). Tegen deze achtergrond achten wij de huidige beurswaardering van circa € 430 miljoen te laag en voorzien wij vanaf de huidige beurskoers van € 0,96 een aanzienlijk opwaarts koerspotentieel.

De ontwikkelingen bij **Koninklijke Boskalis Westminster**, internationale dienstverlening op het gebied van baggeren, maritieme infrastructuur en maritieme diensten, verlopen in 2014 tot op heden conform verwachting. In het eerste kwartaal van 2014 werd een hogere omzet gerealiseerd ten opzichte van dezelfde periode in 2013. Ook gecorrigeerd voor de acquisitie van Dockwise, die pas vanaf het tweede kwartaal 2013 wordt meegeconsolideerd, kwam de omzet hoger uit. Het marktbeeld is in het kwartaal niet wezenlijk gewijzigd en was daarmee stabiel. De omvang van de orderportefeuille van de groep was eveneens stabiel ten opzichte van eind 2013. In het segment *Dredging & Inland Infra* kwam de omzet in vergelijking met het eerste kwartaal 2013 licht hoger uit, mede onder invloed van projecten in Qatar, Brazilië en India. De gerapporteerde marge lag op een vergelijkbaar niveau als in dezelfde periode vorig jaar. De

bezetting van de hoppervloot was stabiel daar waar de cuttervlootbezetting toenam in vergelijking met het eerste kwartaal 2013. De orderportefeuille van het segment Dredging & Inland Infra is sinds eind 2013 licht afgenomen. Bij *Offshore Energy* was sprake van een sterk eerste kwartaal. De omzet steeg onder invloed van het West of Duddon Sands project in de Ierse zee, het Malampaya transport- en installatieproject in de Filippijnen, Ichthys offshore in Australië en een groot aantal steenstortwerkzaamheden in Europa. De transportvloot en drijvende bokken waren goed bezet. Bij Dockwise was sprake van een goed eerste kwartaal met een hoge vlootbezetting die boven het jaargemiddelde van 2013 uitkwam. Deze hogere bezetting komt met name voort uit een sterke spotmarkt. Het orderboek van Offshore Energy is ten opzichte van eind 2013 licht afgenomen. De begin maart geacquireerde activiteiten van Fairmount Marine worden met ingang van het tweede kwartaal meegeconsolideerd. Bij *Towage & Salvage* nam de omzet in het eerste kwartaal af met onderliggend goede marges. Bij Harbour Towage was er vooral in Brazilië en Rotterdam sprake van een druk eerste kwartaal. Salvage had een rustig eerste kwartaal. Begin 2014 zijn twee grote bergingsopdrachten verworven: de car carrier Baltic Ace in de Noordzee en een jack-up rig in Angola, met per saldo een toename van het segmentorderboek als gevolg. De financiële positie van Boskalis is sinds eind 2013 niet wezenlijk gewijzigd. De netto schuld is licht gestegen door de acquisitie van Fairmount. De balansverhoudingen en liquiditeit zijn onverminderd sterk en Boskalis voldoet ruimschoots aan de convenantafspraken die zij met kredietverschaffers heeft gemaakt. Boskalis verwacht de komende drie jaar een stabiel marktbeeld voor haar Dredging en Towage activiteiten, en ziet met name groeimogelijkheden voor Offshore Energy, op het gebied van Transport, Logistiek en Installatie. Hier liggen duidelijke kansen voor Boskalis door de combinatie van materieel en expertise na de overnames van SMIT, Fairmount en Dockwise. Daarnaast kan Boskalis haar positie in dit segment verder versterken door gerichte investeringen in schepen of acquisities. Op basis van de huidige inzichten wordt verwacht dat het marktbeeld voor de rest van het jaar niet ingrijpend zal wijzigen. Op basis van de orderportefeuille bij Dredging en Offshore Energy verwacht de onderneming voor de komende maanden een gezonde vlootbezetting. Gegeven het projectmatige karakter van een significant deel van de activiteiten is het in het algemeen moeilijk om vroeg in het jaar een concrete kwantitatieve uitspraak te doen over het verwachte jaarresultaat. Hierdoor doet het management op dit punt dan ook geen prognose. 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 € 42,- op ruim 15 maal de verwachte winst 2014 worden gewaardeerd. Wij voorzien bij deze verhoudingen een dividendrendement van ruim 3%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 juni 2014 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	13,5%
Hunter Douglas	10,6%
Nedap	10,4%
Brunel International	8,8%
Acomo	7,7%
Kendrion	7,6%
TKH Group	7,6%
Aalberts Industries	7,1%
Koninklijke TenCate	5,4%
Neways Electronics International	3,7%
Liquiditeiten en overige 5 deelnemingen	17,6%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De aandelenmarkten kregen begin juni een impuls van de aankondiging van ECB-voorzitter Mario Draghi om de Europese economie verder met verruimende monetaire maatregelen te ondersteunen. Het vooruitzicht van een blijvend lage rente in combinatie met een iets zwakkere euro kan mede aan de basis staan van een omzet- en winstgroei-versnelling in de tweede helft van het jaar.

Ten aanzien van de perspectieven van onze portefeuille blijven 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, 9 juni 2014