

## MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2014

### Inleiding

De maand november bracht hogere aandelenkoersen over een breed front onder invloed van een verder dalende rente. De AEX-index steeg met 3,9% naar 425,86, de Amsterdam Midkap Index voegde 5,6% toe op 631,86 en de Amsterdam SmallCap Index klom 2,9% naar 578,96.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in november met 2,2% van €31,82 naar €32,51.

Over de eerste elf maanden van 2014 bedraagt het totale beleggingsresultaat (koerswinst plus dividend minus kosten) +0,6%.

Het fondsvermogen per 1 december 2014 bedraagt €57,1 miljoen, terwijl een bedrag van €58,9 miljoen is belegd in 12 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 3,2% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 32,35
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 32,51
Fondsvermogen	€ 57.087.612
Aantal uitstaande aandelen	1.755.791

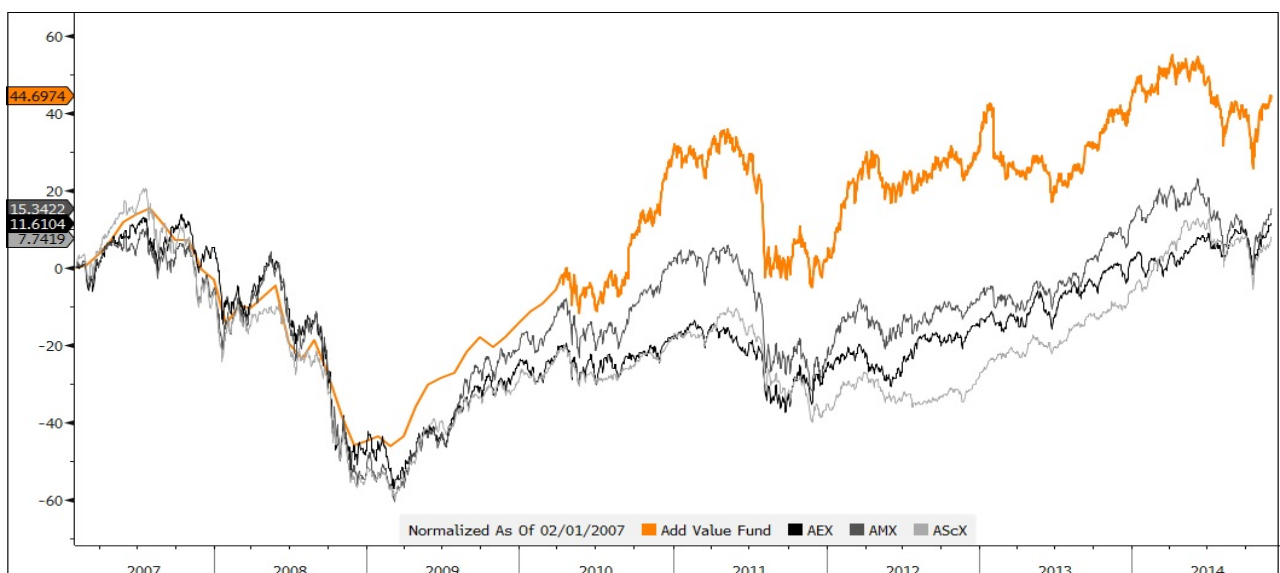
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en is uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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>+0,57</b>	<b>+42,84</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+9,02	+11,61
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+2,67	+15,34
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+14,55	+7,74

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 28/11/2014

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



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/11/2014)

Peildatum: 28/11/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+113,8	+42,0	+29,5	+14,5
2.	Neways Electronics Int.	+42,7	-16,7	-10,9	-3,3
3.	ASM International	+35,4	+10,4	+14,1	+5,7
4.	Koninklijke Brill	+16,7	+3,5	+4,5	+1,9
5.	Acomo	+13,2	+6,5	+2,3	+1,9
6.	Hunter Douglas	+4,3	-6,4	+0,7	+2,4
7.	TKH Group	+2,1	-0,4	0,0	+6,3
8.	Aalberts Industries	+0,5	-6,5	+6,9	+6,2
9.	Kendrion	-1,6	-12,9	-1,9	+1,0
10.	Nedap	-9,6	-15,7	-9,5	-4,3
11.	Koninklijke TenCate	-19,5	-9,1	+0,9	-5,6
12.	Brunel International	-32,5	-33,5	-18,4	-14,5

- In november realiseerden 8 van de 12 deelnemingen (= 67%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren eveneens 8 van de 12 ondernemingen (= 67%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Aalberts Industries**, **ASM International**, **BESI** en **TKH Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Deze ondernemingen rapporteerden uitstekende cijfers over het derde kwartaal 2014 en goede vooruitzichten voor het komende jaar;
- **Brunel International**, **Koninklijke TenCate** en **Nedap** moesten door teleurstellende derde kwartaalresultaten terrein prijsgeven. De vooruitzichten met betrekking tot omzet- en winstgroei op middellange termijn zijn voor deze ondernemingen niettemin als gunstig aan te merken.

Mutaties in de portefeuille

In november hebben wij deels winstgenomen op de grote positie in **ASM International**. De belangen in **Hunter Douglas**, **Koninklijke Brill** en **Neways** werden licht verkleind. Het belang in **Arcadis** werd met een mooie boekwinst verkocht. Wij participeerden in de plaatsing van nieuwe aandelen **TKH Group**, waardoor wij dit belang met ruim 12% hebben vergroot. TKH Group bekleedt daarmee nu de derde positie in de portefeuille.

Bedrijfsnieuws

**ASM International**, toeleveranties aan de halfgeleiderindustrie, meldde 500.000 eigen aandelen te hebben ingekocht tegen een beurskoers van € 33,1333 per aandeel, waarmee een bedrag van € 16,6 miljoen was gemoeid. Dit was de eerste inkoop van het vorige maand aangekondigde programma om voor een tegenwaarde van € 100 miljoen eigen aandelen in te kopen. Tegen de huidige beurskoers van € 33,70 komt dit overeen met circa 4,7% van de uitstaande aandelen. De aangekondigde aankoop kan ASMI overigens probleemloos uit eigen middelen financieren. Per 30 september jl. beschikte de onderneming over € 410 miljoen aan liquide middelen/near cash, alsmede € 150 miljoen aan onbenutte kredietruimte bij banken. Wij taxeren een winst per aandeel 2014 van circa € 2,50 (2013: € 0,66) en voorzien een *double digit* stijging naar € 2,75 in 2015. Ook op basis van een *sum-of-the-parts* analyse blijft het aandeel ASMI een aantrekkelijk bezit. De waarde van de 40%-participatie in ASM PT laat zich berekenen op € 1,27 miljard, ofwel 59% van de huidige beurswaarde. Tel daarbij op de netto kaspositie van € 410 miljoen, dan worden de snel groeiende front-end activiteiten gewaardeerd op slechts € 420 miljoen, uitgaande van ASMI's huidige marktkapitalisatie van ruim € 2,1 miljard. Op basis van een genormaliseerde EBIT van circa € 110 miljoen voor de front-end activiteiten en uitgaande van een waardering van 10x dit bedrijfsresultaat (concurrenten Applied Materials/Tokyo Electron en LAM Research doen 11 tot 14 keer), komt een *sum-of-the-parts* waarde van ruim € 43,- per aandeel ASMI naar voren. Gezien de goede perspectieven voor voortgaande waardecreatie in combinatie met de stevige onderwaardering, handhaven wij het belang in ASMI onverkort als grootste positie in de portefeuille.

De opbrengsten van N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** over 2014 zullen naar verwachting met enkele procenten groeien ten opzichte van 2013 (€ 173,7 miljoen). De marktgroepen Healthcare, Light Controls, Livestock Management, Security Management en Retail laten dit jaar een verdere opbrengstengroei zien, terwijl de opbrengsten van de marktgroepen Energy Systems, Identification Systems en Library Solutions zullen achterblijven bij 2013. In enkele voor Nedap belangrijke markten leiden onzekere economische vooruitzichten tot uitstel bij aankoopbeslissingen en vertragingen bij reeds toegezegde projecten. De omzetgroei voor geheel 2014 wordt hierdoor gedempt. Ondanks de huidige groeivertraging houdt Nedap de investeringen in proposities en commerciële slagkracht op hoog niveau om te kunnen profiteren van de nieuwe kansen die in de verschillende markten ontstaan. Onvoorziene omstandigheden daargelaten verwacht Nedap een winst over 2014 die ongeveer 10% lager zal zijn dan over 2013 (€ 9,8 miljoen). In het bijzonder de marktgroep Energy Systems werd dit jaar geconfronteerd met sterk veranderde marktomstandigheden. Het ontbreken van bestendig nationaal en Europees energiebeleid zorgt voor onduidelijkheid bij de consument en de business partners. Waar Nedap eind vorig jaar nog uitging van een behoorlijke groei in deze marktgroep, moest worden geconstateerd dat de verkopen van de PowerRouter in 2014 juist scherp daalden. De terugval in de verkopen leidde tevens tot een onderbezetting van de productiecapaciteit bij Nedap. Door de voortdurende onvoorspelbaarheid van nationale en internationale overheden is de verwachting dat de afzetmarkt voor gedistribueerde opslag van energie op korte en middellange termijn niet zal verbeteren. Daarom werkt Nedap momenteel verschillende strategische opties voor de toekomst van de PowerRouter uit. Daarbij kan worden gedacht aan (1) het in afgeslankte vorm voortzetten van de activiteiten (2) het staken van de activiteiten (3) het samenvoegen van de activiteiten met die van een strategische partner. Los van de problematiek bij Energy Systems ontwikkelt Nedap zich conform onze verwachtingen. De groei bij marktgroep Security Management versnelde zelfs gedurende het derde kwartaal. Wij zien derhalve geen aanleiding onze taxaties voor de middellange termijn, zoals neergelegd in de recent gepubliceerde Investment Case, te wijzigen. De taxaties van de winst en dividend per aandeel 2014 passen wij uiteraard wel aan. Wij verwachten een winst per aandeel van circa € 1,30 (2013: € 1,46) en een dividend van circa € 0,98 per aandeel (2013: € 1,10). Tegen de huidige beurskoers van € 26,50 wordt daarmee 20,4 maal de verwachte winst per aandeel Nedap betaald en komt het dividendrendement op 3,7%.

Technologiebedrijf **TKH Group** maakte bekend een belang van 74% te zullen verwerven in de Commend-groep, waarvan het hoofdkantoor is gevestigd in Salzburg (Oostenrijk). Commend is een toonaangevend technologiebedrijf dat zich richt op het in eigen beheer ontwikkelen en produceren van security- en communicatiesystemen en is wereldwijd een van de grootste aanbieders op het gebied van hoogwaardige intercomsystemen. TKH en Commend werken al meer dan 15 jaar succesvol samen, waarbij TKH Commend vertegenwoordigt in de Benelux, Duitsland, Polen en Zuidoost-Azië. Familiebedrijf Commend realiseert met ruim 300 medewerkers een jaaromzet van circa € 45 miljoen. De activiteiten zullen TKH's subsegment vision & security versterken en zullen bijdragen aan de winstgevendheid van het business segment Building Solutions. Commend is wereldwijd marktleider en een vooraanstaand technologiebedrijf in mission critical intercomsystemen. De security- en communicatiesystemen van Commend worden breed toegepast binnen en buiten gebouwen evenals in kritische infrastructuurprojecten. De systemen voorzien in een efficiënte en veilige communicatie, die vooral in kritische situaties voorziet in de juiste communicatieverbinding. Communicatietechnologie is één van de vier kerntechnologieën van TKH die essentieel is in haar geïntegreerde security-oplossingen. Vooral binnen de door TKH gedefinieerde groeimarkten Care, Parking, Tunnel & Infra en Marine, Oil & Gas is de Commend-technologie als onderdeel van de totale technologiepropositie van groot belang en zal de beoogde groei doelstelling hiermee worden ondersteund. De overname zal naar verwachting in januari 2015 worden afgerond. De te betalen koopsom en EBIT-multiple liggen in lijn met die van strategische overnames uit het verleden van TKH. De overname zal per overnamedatum positief bijdragen aan de winst per aandeel van TKH. De acquisitie zal worden gefinancierd met eigen vermogen. Mede hiervoor plaatste TKH in de verslagmaand via een proces van *accelerated bookbuilding* in totaal voor € 75 miljoen nieuwe aandelen bij bestaande en nieuwe aandeelhouders tegen een beurskoers van € 24,50 per aandeel. Hierdoor steeg het aantal uitstaande aandelen met ruim 3 miljoen naar 42,0 miljoen (+7,9%). Behalve de financiering van de Commend-overname, zal de opbrengst van de aandelenuitgifte worden aangewend voor de *squeeze-out* van de minderheidsaandeelhouders van Augusta. Dit betreft een bedrag van € 21,4 miljoen, zijnde 702.175 aandelen tegen een exit-koers van € 30,49 per aandeel Augusta. Tenslotte is de opbrengst

bedoeld om verdere strategische groei te kunnen realiseren. Deze investeringen betreffen onder meer de additionele productiecapaciteit met specifieke mogelijkheden voor *subsea-kabels* om de positionering van de onderneming te vergroten in de olie- en gasindustrie, één van de gedefinieerde groeimarkten, alsmede in windmolenparken. Deze additionele productiecapaciteit zal naar verwachting in het vierde kwartaal 2015 beschikbaar zijn en leiden tot een investeringsbedrag van ruim € 20 miljoen. Voorts noodzaakt de stormachtige groei bij Manufacturing Systems onderdeel VMI (met name bandenbouwmachines) tot aanhoudend hoge investeringen. Zowel in 2014 als 2015 wordt hier voor € 10 - 12 miljoen geïnvesteerd in capaciteitsuitbreiding.

Eerder in de verslagmaand verhoogde het TKH-management de verwachting van de nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten voor geheel 2014 van de eerder afgegeven bandbreedte van € 75 tot € 82 miljoen naar € 80 tot € 85 miljoen. In het derde kwartaal 2014 steeg de groepsomzet met 11,1% van € 306,3 miljoen naar € 340,2 miljoen, terwijl de EBITA met 48,6% toenam van € 23,7 miljoen naar € 35,2 miljoen. Dientengevolge klom de *Return on Sales* (ROS) van 7,7% naar 10,3%. De ontwikkeling in Q3 2014 impliceerde een versnelling van de rentabiliteit bij de Groep. In de eerste negen maanden van 2014 steeg de omzet met 11,6% van € 893,4 miljoen naar € 997,3 miljoen, terwijl de EBITA met 43,7% verbeterde van € 66,4 miljoen naar € 95,4 miljoen. De ROS klom jaar-op-jaar van 7,4% naar 9,6%. Het was eens te meer de sterke performance in het subsegment manufacturing systems die de kar trok. Vooral door een verdere groei binnen de top-5 in de bandenbouwindustrie (Pirelli, Michelin, Continental, Goodyear en Bridgestone) evenals een sterke vraag uit Azië. De orderingang binnen manufacturing systems bedroeg in de eerste negen maanden meer dan € 300 miljoen en continueerde op een hoog niveau. Door de gestegen omzet en een goede efficiency kon de EBIT navenant fors stijgen. Wij blijven al met al positief gestemd ten aanzien van de perspectieven van een belegging in aandelen TKH Group. Op basis van de opwaarts aangepaste winstverwachting zal de winst per aandeel 2014 op circa € 2,10 uitkomen. Voor 2015 voorzien wij een verdere stijging naar € 2,45 (+17%). Tegen de huidige beurskoers van € 25,80 worden de aandelen TKH Group alsdan gewaardeerd tegen slechts 10,5 maal de getaxeerde winst 2015. Handhaving van de traditionele 50% pay-out ratio levert een dividendrendement van 4,7% op.

**Kendrion**, producent van elektromagneten en mechatronische systemen en -componenten, rapporteerde een solide ontwikkeling over het derde kwartaal 2014. De omzet steeg volledig autonoom met 10,2% van € 97,1 miljoen naar € 107,0 miljoen, terwijl de EBITA met 33% steeg van € 6,4 miljoen naar € 8,5 miljoen. De omzet in de Industrial Divisie nam met 4,8% toe en de Automotive Divisie realiseerde een krachtige omzettoename van 13,6%. Deze groei vormt de weerspiegeling van de succesvolle focus op nieuwe innovatieve producten en marktsegmenten. De verbetering in het bedrijfsresultaat was vooral zichtbaar in de Industrial Divisie. Het operationele resultaat in de Automotive Divisie was eveneens hoger, maar de marge was licht lager dan in dezelfde periode 2013 als gevolg van hogere aanloopkosten voor nieuwe projecten. Over de eerste negen maanden van 2014 bedroeg de omzetstijging 26% (van € 255,5 miljoen naar € 322,7 miljoen) en steeg de EBIT met 51% van € 17,3 miljoen naar € 26,1 miljoen. De ondernemingsleiding is positief ten aanzien van de nabije toekomst en ziet nog geen vertraging in de eindmarkten. Niettemin onthoudt het management zich van een concrete prognose van het jaarresultaat 2014 vanwege de traditionele onzekerheid rond de productieniveaus in de Automotive Divisie in de laatste weken van het jaar. Wij hanteren een prognose van de winst per aandeel 2014 van € 1,65 (2013: € 1,14). Tegen de huidige beurskoers van € 22,95 worden de aandelen Kendrion gewaardeerd op 13,9 maal de getaxeerde winst. Op basis van de traditionele 50% pay-out ratio komt het dividendrendement alsdan uit op 3,6%. CEO Piet Veenema kondigde zijn afscheid aan. Na 22 jaar werkzaam te zijn geweest voor Kendrion, waarvan de afgelopen 12 jaar als bestuursvoorzitter, zal hij komende zomer zijn functie neerleggen. Kendrion gaat de komende periode op zoek naar een geschikte opvolger. Wij menen dat Kendrion onder leiding van Veenema is uitgegroeid tot een betekenisvolle speler in de groeiemarkt van elektromagneten. Op basis van een consensustaxatie van de winst per aandeel van € 2,05 voor 2015 zijn de perspectieven van een verdere koersappreciatie van het aandeel als gunstig te kwalificeren.

Detacheerder **Brunel International** verlaagde de prognose van het jaarresultaat 2014 op EBIT-niveau van +5 à 10% naar een gelijk resultaat ten opzichte van 2013 van € 72 à 73 miljoen. De eerder gegeven voorspelling van een omzetgroei van 5 à 10% werd neerwaarts bijgesteld tot 'iets meer dan 5%'. De cijfers over het derde kwartaal 2014 indiceerden reeds een omslag in momentum. De groepsomzet steeg weliswaar met 2% van € 343 miljoen naar € 348,5

miljoen, maar deze toename was duidelijk lager dan de groei over de eerste negen maanden van +9% van € 943,7 miljoen naar € 1.029,9 miljoen. De brutomarge bleef in Q3 wel goed op peil en steeg jaar-op-jaar met 0,1% naar 18,3%. Over de eerste negen maanden steeg de brutomarge van 17,7% naar 17,8%. Omdat Brunel onverkort blijft investeren in capaciteitsuitbreiding, stegen de operationele kosten zowel in Q3 2014 als in de eerste negen maanden van het jaar met 9%. Dientengevolge daalde de EBIT in Q3 2014 met 11% van € 22,5 miljoen naar € 20,0 miljoen, terwijl er op 9-maandbasis nog wel sprake was van een stijging, namelijk van € 49,5 miljoen naar € 55,7 miljoen (+13%). In de belangrijke Olie & Gas divisie steeg de Q3 omzet met 1% tot € 247 miljoen, waarbij de omzetstijging van 12% in de Projectdivisie de kar trok. De brutomarge was tevredenstellend op 11,7% en licht hoger dan een jaar eerder. In Nederland was in Q3 sprake van een omzettoename van 8% welke werd gedragen door een sterke groei in Finance, ICT en Legal. Daarentegen was er een onverwachte teruggang in Engineering welke bovendien een nadelig effect sorteerde op de samenstelling van de omzetmix. De brutomarge verslechterde hierdoor met 1,7%-punt. In Duitsland daalde de omzet in Q3 2014 fractioneel met 1% naar € 53 miljoen. De totale overheadkosten stegen op kwartaalbasis met 9% naar € 44 miljoen door een versterking van de verkooporganisatie en hogere marketingkosten. CEO Jan Arie van Barneveld toonde zich teleurgesteld over de achterblijvende performance van Brunel, in het bijzonder over de uitblijvende groei in Duitsland en de stagnatie in Engineering in Nederland. Van Barneveld voorziet echter herstel in 2015 als het hoge investeringsniveau van dit jaar zijn vruchten gaat afwerpen. Wij taxeren voor geheel 2014 een stabiele winst per aandeel van € 1,02 en voorzien voor 2015 vooralsnog een bescheiden stijging tot € 1,05. Ten aanzien van het voorgestelde dividend houden wij rekening met een onveranderde contante uitkering van € 0,55. Over het komende boekjaar verwachten wij echter een hogere uitkering, omdat de ijzersterke balans zulks ruimschoots toelaat. Tegen de huidige beurskoers van € 15,20 worden de aandelen Brunel International verhandeld tegen 14,9 maal de getaxeerde winst en komt het dividendrendement op 3,6%.

**Koninklijke TenCate**, toonaangevend wereldwijd producent van composietmaterialen, geotextiel en kunstgras, heeft een kredietfaciliteit afgesloten met een internationaal syndicaat van zes banken ter grootte van € 350 miljoen, met de mogelijkheid van een verhoging met € 150 miljoen. De looptijd van de faciliteit is vijf jaar. Hiermee vernieuwt TenCate de bestaande kredietfaciliteit die in 2010 werd afgesloten voor € 450 miljoen. Evenals de bestaande is de nieuwe kredietfaciliteit flexibel ten aanzien van seizoenpatronen in de Net Debt/EBITDA verhouding die kenmerkend zijn voor bepaalde bedrijfsonderdelen, met convenanten die vergelijkbaar zijn met die in de bestaande kredietfaciliteit. TenCate Advanced Armour heeft in november een order ontvangen van de logistieke organisatie (DALO) van de Deense Koninklijke Marine voor de levering van ballistische bescherming voor de fregatten van de Iver Huitfeldt klasse en de bevoorradingsschepen van de Absalon klasse. De te leveren bepantseringssystemen voorzien in een lichtgewicht oplossing voor de bescherming van bedrijfskritische onderdelen van deze marineschepen. De modulaire kits worden in de komende maanden geleverd en op de schepen geïnstalleerd. Financiële details werden niet verstrekt. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 1,00 (2013: € 0,72). Tegen de huidige beurskoers van € 19,20 wordt daarmee ruim 19 maal de verwachte winst voor de aandelen TenCate betaald. Gezien de goede perspectieven voor een solide opbrengsten- en winstgroei in de komende jaren, voorzien wij op termijn een terugkeer naar de topwinsten van 2010 en 2011, toen circa € 2,00 per aandeel werd verdiend. TenCate Advanced Composites speelt in dit perspectief een leidende rol, gezien haar toonaangevende positie in de markt. Het herstel van de omzet in het hoog renderende Defender M vlamwerende textiel, alsmede een geleidelijk herstel in de Geosynthetics- en kunstgrasdivisie moeten volgend jaar tot een winst per aandeel van tenminste € 1,50 kunnen leiden.

**Neways Electronics International**, top-5 speler in de Europese Electronic Manufacturing Services (EMS) markt, heeft in het derde kwartaal van 2014 een omzet gerealiseerd van € 89,9 miljoen, een stijging van 31% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar (€ 68,4 miljoen). De stijging was volledig het gevolg van de afgeronde overname van BuS Group die per 1 juli in de cijfers van Neways is meegenomen. Autonoom daalde de omzet met 15% naar € 58,2 miljoen. Deze sterke autonome daling had een drukkend effect op de winstgevendheid. De EMS-markt kenmerkt zich nog steeds door sterke schommelingen in de vraag door het jaar heen, waarbij klanten geplande orders uitstellen en hun productieplanningen vaker en abrupter bijstellen. In dit kader heeft Neways in het derde kwartaal te maken gehad met een afname van de vraag, met name vanuit de halfgeleidersector, waaronder de grootste klant ASML. Het uitstel van

geplande orders en de planbijstellingen door klanten zorgen voor onbalans in de capaciteitsbezetting tussen de diverse Neways-werkmaatschappijen en daarmee voor druk op de marge. BuS Group droeg in het derde kwartaal zoals verwacht goed bij aan de omzet en resultaten. De ontwikkelingen in de automotive sector, waar BuS grotendeels actief in is, waren positief. Daarnaast zal de overname van BuS Group zorgen voor een meer evenwichtige spreiding naar marktsectoren die zal bijdragen aan een door het jaar heen minder volatiele omzet- en resultaatontwikkeling. De gecombineerde orderportefeuille is per ultimo september nagenoeg gelijk gebleven. Per einde jaar zal een geconsolideerd orderportefeuillecijfer worden gepresenteerd. Met de afronding van de overname van BuS Group is het consolideren van de resultaten op detailniveau, inclusief de aanpassing van de waarderings- en resultaatbepalingsgrondslagen naar de Neways-standaarden, van start gegaan. Dit proces zal de komende maanden worden afgerond. Deze afronding maakt het voor het management lastig om concrete voorspelingen voor geheel 2014 af te geven. Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van € 0,65 naar € 0,45 per aandeel (2013: € 0,19). Voor het komende jaar rekenen wij met een verdere stijging naar € 0,75 uitgaande van een herstel van de orderingang in de halfgeleidersector. Tegen de huidige beurskoers van € 7,50 wordt derhalve slechts 10 maal de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen Neways betaald. Het dividendrendement bedraagt 3,5%, uitgaande van een 35% pay-out ratio.

Wetenschappelijke uitgever **Koninklijke Brill** meldde in een kwalitatief persbericht 'enige groei' over het derde kwartaal 2014. Daarmee loopt de onderneming eveneens voor op de resultaten in de eerste drie kwartalen van 2013. Opnieuw zal de omzet in het laatste kwartaal bepalend zijn voor de vraag of sprake zal zijn van groei van omzet en resultaat over het gehele jaar. De productie van tijdschriften en nieuwe titels is op orde en de ontwikkeling van de marge laat enige verbetering zien, maar onzeker is of het hoge peil van bestellingen van voorgaande jaren in de laatste maanden van het jaar geëvenaard kan worden. De ontwikkeling en integratie van het eerder dit jaar overgenomen Editions Rodopi zijn tevredenstellend. Rodopi zal nog dit jaar bijdragen aan de winst per aandeel. Door een lagere productie van nieuwe titels komt de omzet van het eveneens recent overgenomen Hes & De Graaf vertraagd op gang. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 1,40 (2013: € 1,31). Tegen de huidige beurskoers van € 24,85 wordt 17,8 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en komt het dividendrendement op 4,8% uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 85% van de nettowinst.

#### Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
ASM International	14,8%
Hunter Douglas	11,6%
TKH Group	10,6%
Nedap	10,4%
BE Semiconductor Industries	9,9%
Aalberts Industries	9,3%
Acomo	8,8%
Kendrion	8,3%
Brunel International	7,4%
Koninklijke TenCate	5,7%
Overige 2 deelnemingen	6,4%
<b>Totaal</b>	<b>103,2%</b>

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

Vooruitzichten

De economische indicatoren wijzen voor West-Europa op een trage economische groei in de komende periode. In de Verenigde Staten zijn de perspectieven wat dat betreft aanzienlijk gunstiger. Het lijkt erop dat de verschillen in groeitempo uiteindelijk ook van invloed zijn op de valutaverhoudingen. Zo is de US dollar het laatste halfjaar met ruim 10% geapprecieerd tegen de euro. Deze trendomslag zal de naar euro vertaalde winsten van de Amerikaanse activiteiten van onze deelnemingen in de toekomst doen laten toenemen. Gezien de over het algemeen positieve toonzetting van de derde kwartaalcijfers van de ondernemingen in onze portefeuille, voelen wij ons comfortabel ten aanzien van de daadwerkelijke haalbaarheid van de door ons afgegeven taxaties van de winst per aandeel.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2015 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van circa 13 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,6%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 5 december 2014