

MAANDBERICHT OVER APRIL 2014

Inleiding

De maand april sloot per saldo af met licht lagere beurskoersen. De AEX-index daalde met 0,2% naar 400,55, de Amsterdam Midkap-index verloor 2,6% op 645,02, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 3,5% steeg naar 594,08.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde in april 2,3% van € 35,17 naar € 34,36. Gecorrigeerd voor de dividenduitkering van € 0,80 die in april plaatsvond, bedroeg de daling nihil. Over de eerste vier maanden van 2014 bedraagt het totale beleggingsresultaat (koerswinst plus dividend minus kosten) 6,2%.

Het fondsvermogen per 2 mei 2014 bedraagt € 68,2 miljoen, waarvan een bedrag van € 62,5 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquide positie maakt hierdoor 8,4% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 34,18
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 34,36
Fondsvermogen	€ 68.192.703
Aantal uitstaande aandelen	1.984.902

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	+6,16	+50,24
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+0,45	+2,83
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,58	+16,37
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+16,03	+9,14

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/04/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/04/2014)

Peildatum: 30/04/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Neways Electronics Int.	+87,1	+61,6	+8,2	+4,5
2.	BE Semiconductor Ind.	+73,2	+53,4	+42,4	+9,7
3.	Brunel International	+51,9	+12,7	+12,0	-4,0
4.	Aalberts Industries	+41,0	+8,8	+3,4	-5,2
5.	Kendrion	+31,5	+6,3	+4,4	-1,2
6.	Boskalis Westminster	+29,1	+15,1	+14,7	+2,2
7.	ASM International	+24,3	+29,5	+26,7	+8,1
8.	TKH Group	+21,8	+6,5	-1,6	-1,0
9.	Arcadis	+21,8	+10,6	-3,5	-8,4
10.	Koninklijke Brill	+17,7	+14,3	+8,6	+6,9
11.	Hunter Douglas	+16,7	+12,4	+7,1	+3,6
12.	Koninklijke TenCate	+16,4	-4,2	-9,8	-4,0
13.	Acomo	+6,3	+8,9	+10,5	+0,4
14.	Nedap	+1,2	+9,9	+3,3	+4,0
15.	Royal Imtech	-58,1	-35,1	-33,6	-29,2

- In april realiseerden 8 van de 15 deelnemingen (= 53%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 14 van de 15 ondernemingen (= 93%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand waren **BE Semiconductor Industries** en **ASM International** de sterkste stijgers in de portefeuille na publicatie van beter dan verwachte eerste kwartaalcijfers over 2014;
- **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 april hebben wij de posities in **Koninklijke Brill**, **Kendrion**, **Nedap** en **TKH Group** verder uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

ASM International, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde 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 75%. 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. Wel dient bedacht te worden dat de halfgeleiderindustrie als uiterst cyclisch te boek staat. De *visibility* gaat in de regel niet verder dan een periode van drie maanden. Uitzonderlijke stijgingen en dalingen wisselen elkaar in rap tempo af. De koersreactie na de cijfers was niettemin uiterst positief. Met een appreciatie van ruim 8% was ASMI het op één na best presterende fonds in de portefeuille. Op basis van een *sum-of-the-parts* analyse kan een zogenaamde *fair value* van ruim € 40,- voor

aandelen ASMI worden berekend. Vandaar dat wij vooralsnog onze hoge weging (bijna 13% van de portefeuille) handhaven.

De directie van N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **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. Voor geheel 2014 achten wij de perspectieven voor een stevig winstherstel na het teleurstellende boekjaar 2013 veelbelovend. Dit vertrouwen is mede gebaseerd op de gang van zaken bij de belangrijkste marktgroepen. Na een stapje terug in 2013 lijken de opbrengsten van de marktgroep *Livestock Management* (automatisering van processen op basis van individuele dieridentificatie in de veehouderij, die de veehouder helpt zijn bedrijfsvoering te optimaliseren en het welzijn van zowel mens als dier te verhogen) weer in de lift te zitten. Vooral in de melkveehouderij zijn de marktcondities goed. De melkprijzen zijn wereldwijd op een hoog niveau. Het verdwijnen van het melkquotum in Europa in 2015 zal een extra impuls geven aan de schaalgrootte van de melkveehouders. Daarnaast zal ook door aandacht voor een duurzame melkveehouderij de vraag naar automatisering de komende jaren gestaag toenemen. Nedap Livestock Management is met haar brede assortiment aan innovatieve producten goed gepositioneerd om op deze trends in te spelen. Met haar oplossingen weet zij kostenbesparingen te realiseren, terwijl de aandacht voor het individuele dier blijft gewaarborgd. In de varkenshouderij zijn de marktcondities, vooral in Europa en China, minder goed vanwege hogere voerprijzen en druk op de opbrengstprijzen. De marktgroep verwacht haar opbrengsten echter ook in dit marktsegment in de komende maanden minstens te kunnen consolideren. Ook in de eerste maanden van dit jaar laat de marktgroep *Retail* (beveiligings-, beheers- en informatiesystemen voor de detailhandel) zien verder te kunnen groeien in een zeer competitieve markt. Dankzij de investeringen van de afgelopen jaren in proposities en organisatie is Nedap Retail een steeds belangrijker partij geworden in winkeltechnologie voor snel expanderende, internationale retailers. De marktgroep *Energy Systems* (autonome energiesystemen) heeft in de eerste maanden van dit jaar meer PowerRouters (systeem voor het zelfstandig en effectief opwekken, opslaan en verbruiken van elektriciteit) afgezet dan in de overeenkomstige periode vorig jaar. De afzet vond vooral plaats op de Duitse markt. Er is in Duitsland het afgelopen jaar hard gewerkt aan het opbouwen van een fijnmazig netwerk van honderden installateurs die zijn getraind in de verkoop en installatie van de PowerRouter. Het dicht op de markt opereren heeft geleid tot een goed inzicht in de marktbehoeften en tot verdere aanscherping van de PowerRouter propositie. Steeds meer wereldspelers op het gebied van accutechnologie kiezen voor het Nedap Battery Acceptance Programme om hun producten voor de PowerRouter te certificeren. Er is vooral veel vraag naar de combinatie van de PowerRouter en de nieuwe generatie Lithium-Ion accusystemen. Naast Duitsland is de marktgroep actief in andere West-Europese landen als België, Frankrijk en Italië en ook in Australië. De marktgroep *Security Management* (systemen voor toegangscontrole, registratie, betaling, brand- en inbraakmelding, beheer van lockers en biometrie) blijft last houden van de terughoudendheid tot investeren in de bouwsector en verwacht hierdoor een beperkte opbrengstengroei. Er is veel interesse voor het *Global Client Program* van de marktgroep. Hiermee worden internationaal opererende klanten ondersteund in de wereldwijde implementatie van één standaard security management systeem. Dergelijke omvangrijke projecten kennen echter een lange aanlooptijd tot daadwerkelijke levering. Na de introductie van AEOS 3.1 wordt bij steeds meer projecten het AEOS security management platform, naast toegangscontrole, ook ingezet voor videobewaking en inbraakdetectie. Op basis van de huidige vooruitzichten verwachten wij een herstel van de winst per aandeel naar € 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.

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde solide cijfers over het eerste kwartaal 2014. De omzet nam met 15% toe van € 296,2 miljoen naar € 340,7 miljoen. Wanneer echter zou zijn uitgegaan van constante valutaverhoudingen zou de omzetgroei 23% hebben bedragen. De olie- en gasdivisie (Energy en Projecten) was wederom het sterkst groeiende

onderdeel binnen Brunel met een omzetgroei van 19% (+31% bij gelijke valutakoersen). In de meeste regio's werd een dubbelcijferige groei gerealiseerd. In de projectendivisie werd een omzettoename van 26% geboekt, gedreven door de Australische Gorgon- en Wheatstone-projecten. De brutomarge van de Energy-divisie verbeterde van 10,9% naar 12,0%, die van de Projecten-divisie van 8,0% naar 10,4%. De omzet in de divisie Europa nam met 7% toe tot €102,5 miljoen met een lichte brutomarge stijging van 0,2%. Brunel Nederland onderscheidde zich in dit segment met een omzettoename van 15% naar € 44,3 miljoen, waarbij de segmenten Finance en Engineering voorop liepen. De brutomarge bleef stabiel op 30,6%. De omzetgroei in Duitsland kwam uit op 4% met opbrengsten ter grootte van € 51,4 miljoen en een met 0,5% gestegen brutomarge van 36,7%. Omdat de overheadkosten beperkt stegen (+5% naar € 41,0 miljoen), nam de EBIT op groepsniveau met 57% toe van € 13,5 miljoen naar € 21,1 miljoen en klom de EBIT-marge naar 6,2% (Q1 2013: 4,5%). Traditioneel gaf het management een conservatieve prognose voor geheel 2014, waarbij wordt uitgegaan van een opbrengsten- en EBIT-groei van 5 à 10% met Brunel Nederland en de Energy divisie als voornaamste groeikernen. Voor het lopende jaar handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel op € 2,40, waarmee de aandelen Brunel International tegen de huidige beurskoers van € 46,25 worden gewaardeerd op 19,3 maal de verwachte winst. Het dividendrendement bedraagt, uitgaande van een stabiele pay out ratio, circa 2,7%.

Amsterdam Commodities meldde in een kort persbericht dat de omzet gedurende het eerste kwartaal van 2014 op hetzelfde niveau lag als dat van hetzelfde kwartaal in 2013 en licht hoger dan in het laatste kwartaal van 2013. De Groep als geheel behaalde een nettoresultaat dat hoger was dan dat van de overeenkomstige periode een jaar eerder. Onzekerheid is inherent aan de richtingen waarin de verschillende markten zich bewegen. Acomo biedt haar leveranciers en afnemers betrouwbare contracten op het gebied van sourcing en levering van voedselproducten in de internationale voedingsgrondstoffenmarkten op een wereldwijde schaal. Gezien de aard van de activiteiten en de markten waarin Acomo actief is, geeft het management traditioneel geen voorspelling voor het gehele jaar 2014. Wij voelen ons comfortabel met de huidige prognose van € 1,30 per aandeel (2013: € 1,17), waarbij aangetekend dat wij met onze prognose anticiperen op een iets sterkere US-dollar koers in de loop van het jaar. Tegen de huidige beurskoers van € 17,10 worden aandelen Acomo alsdan gewaardeerd op 13,2 maal de verwachte winst en komt het dividendrendement op 5,0%, uitgaande van een stabiele pay out van 65%.

In het eerste kwartaal van 2014 zijn de orders, het orderboek, de omzet en het resultaat van **Aalberts Industries** (Industrial Services en Flow Control) gestegen ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Er werd verdere autonome groei gerealiseerd in zowel Industrial Services als de verschillende Flow Control-activiteiten. De focus blijft op versterking van de marketing- en verkooppaanpak en de realisatie van de vele efficiencyprojecten en daarmee verdere verbetering van de marktpositie en de resultaten. De activiteiten in het business-segment *Building Installations Europe* bleven over het algemeen uitdagend, vergelijkbaar met dezelfde periode vorig jaar. Er is verdere vooruitgang geboekt met de vele lopende verbeterplannen. *Building Installations North America* maakte een goede start in de markten voor woningbouw en retail met name door de eerder geïntroduceerde kunststof en metalen verbindingssystemen en bijbehorende regelventielen. De markt voor commerciële gebouwen liet nog geen verbetering zien. De activiteiten in het business-segment *Climate Control* zijn verder ontwikkeld en lieten een goede start zien in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar. Door de recente acquisitie van Nexus Valve is een positie verworven in de markt in Noord-Amerika. Bij *Flow Control Industrial* is in de markten voor automotive, districtenergie en olie & gas een goed orderboek opgebouwd in de eerste maanden van het jaar. In Noord-Amerika is een goede omzet geboekt. *Industrial Services* realiseerde een goed eerste kwartaal zowel in orders, omzet als resultaat. De halfgeleider- en Duitse automobiellindustrie, de machinebouw en de turbine- en vliegtuigindustrie bleven op een stabiel niveau. Ten aanzien van de vooruitzichten werd gemeld dat de focus gericht blijft op een continue versterking van de marktposities en het realiseren van duurzame winstgevendende groei. Door deze focus, de toegenomen orderpositie en de sterke motivatie om de vele verbeterplannen tot resultaat te brengen, is de verwachting dat verdere vooruitgang zal worden geboekt in 2014 en de jaren daarna. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 1,60 (2013: € 1,38), waarmee de aandelen Aalberts Industries worden verhandeld tegen 14,9 maal de verwachte winst. Indien Aalberts Industries vasthoudt aan een pay out van 30% komt het getaxeerde dividendrendement op 2,0%.

Koninklijke TenCate, producent van functionele materialen met onderscheidende eigenschappen, publiceerde tegenvallende eerste kwartaalcijfers 2014. De groepsomzet daalde met 7% van € 241,2 miljoen naar € 223,3 miljoen, waarvan 2% het gevolg was van valuta-effecten. De lagere defensieomzet had een aanzienlijk effect op de winstgevendheid. De EBITA nam daardoor met 57% af van € 12,8 miljoen naar € 5,5 miljoen. Het management acht de resultaten van de eerste drie maanden van het jaar niet representatief voor het gehele jaar, vooral door het seizoensmatige karakter van een groot deel van de omzet en het lage aantal grote projecten in het eerste kwartaal. De nettoschuld daalde met € 37 miljoen van € 246,3 miljoen naar € 209,4 miljoen, waarbij de schuldratio overigens gelijk bleef. In de sector Advanced Textiles & Composites verwacht TenCate een sterk herstel van de defensiegerelateerde omzet op basis van huidige en verwachte orders. Omzetgroei binnen TenCate Protective Fabrics werd in het eerste kwartaal gerealiseerd in de markt voor emergency response en voor industrial safety (TenCate Tecasafe Plus). De activiteiten in automotive- en industriële composieten leverden een belangrijke bijdrage aan de omzetgroei van de sector TenCate Advanced Composites. In de sector Geosynthetics & Grass realiseerde TenCate Geosynthetics een beperkte omzetgroei in Europa en de Amerikaanse continenten. In Azië bleef de markt voor infrastructurele projecten onder druk staan als gevolg van lagere overheidsbudgetten en lokale politieke onzekerheid. De wereldwijde vezelproductie van TenCate Grass realiseerde omzetgroei en een hogere winstgevendheid als gevolg van een aantrekkende marktvraag naar hoogwaardige vezels, mede door een verschuiving van de mix naar kwalitatief hoogwaardige producten. De kosten die gepaard gingen met de opbouw van de marketing- en verkooporganisatie van GreenFields in de Verenigde Staten hadden een drukkend effect op de Grass-downstreamactiviteiten.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel op € 1,00 (2013: € 0,72), waarmee wij een lagere schatting hebben dan de marktconsensus. De gevoeligheid voor korte termijn teleurstellingen blijft immers groot, met circa 60 - 65% van de omzet afhankelijk van (semi-)overheidsopdrachten. Echter, de attractie van een belegging in aandelen Koninklijke TenCate is gelegen in het aansprekende perspectief van de composiettoepassingen in de luchtvaart- en automotive-industrie op middellange termijn. Tegen de huidige beurskoers van € 21,30 wordt ruim 21 maal de getaxeerde winst 2014 voor de aandelen Koninklijke TenCate betaald en komt het dividendrendement op 2,3%.

Royal Imtech, leverancier van technische oplossingen, maakte het voornemen bekend van de verkoop van haar ICT-divisie. Dit in het kader van het streven tot versterking van de balansstructuur en, meer impliciet, de doelstelling 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 € 300 – 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 de tweede helft van dit jaar kan worden gerealiseerd.

De beurskoers van Royal Imtech geraakte voorafgaand aan dit bericht in een vrije val nadat de onderneming de agenda voor de aanstaande algemene vergadering van aandeelhouders publiceerde. Daarop stond een afstempeling van de nominale waarde per aandeel tot € 0,01 geagendeerd, die benodigd is om een eventuele emissie van aandelen mogelijk te maken uit hoofde van een afspraak met financiers die warrants op aandelen krijgen toegewezen indien Imtech de voornoemde schuldreductie per medio 2015 niet realiseert. Wij menen dat dit scenario met de te verwachten opbrengst uit verkoop van de ICT-divisie uiterst onwaarschijnlijk is, maar kennelijk kennen beleggers onder de huidige omstandigheden een hoger risicoprofiel aan aandelen Royal Imtech toe dan voorheen.

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 € 650 miljoen te laag en voorzien wij vanaf de huidige beurskoers van € 1,42 een opwaarts koerspotentieel van 50% of meer.

BE Semiconductor Industries, toeleverancier aan de back-end halfgeleiderindustrie, kortweg **BESI**, rapporteerde de beste kwartaalcijfers uit haar bestaan. In het eerste kwartaal 2014 werd een omzet van € 70,0 miljoen gerealiseerd, een toename van 31,9% ten opzichte van het vierde kwartaal 2013 en van 9,3% in vergelijking met het eerste kwartaal 2013. De brutomarge werd opgevoerd naar 42,3% (Q4 2013: 40,1%, Q1 2013: 39,6%), waarmee het verdienmodel van BESI gebaseerd op het bereiken van voordelen uit schaalgroottes, eens te meer zijn waarde bewees. De orderingang steeg spectaculair met +94,2% ten opzichte van het vierde kwartaal 2013 en +74,0% in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder. Deze zeer sterke toename was onder invloed van gestegen opdrachten voor flip chip, TCB (thermal compression bonding) en Multi module die attach, alsmede ultradunne molding systemen voor smart phones, tablets en automotive toepassingen. De nettowinst kwam uit op € 7,0 miljoen tegen € 1,4 miljoen in het voorgaande kwartaal en € 3,8 miljoen in het eerste kwartaal 2013, waarbij omzetgroei, hogere brutomarges en kostencontrole een winnende combinatie vormden. De nettomarge bereikte een recordniveau van 10,0% (Q1 2013: 5,9%). Het management verwacht op de vleugels van de krachtige orderintake van het eerste kwartaal eveneens een zeer sterk tweede kwartaal. In concrete zin voorziet men een omzetgroei van 40-50% in vergelijking met Q1 2014, zodat de kwartaalomzet de magische grens van € 100 miljoen zal passeren. De brutomarge wordt verondersteld uit te komen tussen 42 en 44%, terwijl de stijging van de operationele kosten naar verwachting beperkt zal blijven tot circa 10% en de capex naar schatting € 1,6 miljoen zal bedragen. Indien deze prognose bewaarheid wordt, zal BESI naar verwachting over het eerste halfjaar 2014 een winst per aandeel van circa € 0,65 boeken. Ofschoon het management iets optimistischer is ten aanzien van de vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar dan enkele maanden geleden, gebiedt de realiteit te stellen dat de *visibility* van omzet en resultaten over deze periode traditioneel laag is. De uitslagen in de toeleveranties aan de halfgeleiderindustrie kenmerken zich doorgaans door zeer sterke fluctuaties, waarbij de tweede jaarhelft altijd minder sterk is dan de eerste zes maanden. Niettemin verhogen wij onze taxatie van de winst per aandeel 2014 naar € 1,05 (voorheen: € 1,00). Daarbij voorzien wij, uitgaande van een stabiele pay out van circa 75%, een contant dividend van € 0,80. Tegen de huidige beurskoers van € 11,90 wordt minder dan 10 maal de getaxeerde winst 2014 voor aandelen BESI betaald en komt het dividendrendement alsdan op 6,7%.

Neways Electronics International, internationaal actief in de markt van Electronic Manufacturing Services – EMS), heeft in de eerste drie maanden van 2014 een netto omzet gerealiseerd van € 68,1 miljoen, een stijging van 7% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar (€ 63,8 miljoen) en een stijging met 4% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2013 (€ 65,7 miljoen). De resultaten lieten een significante verbetering zien. Waar het eerste kwartaal van 2013 nog verlieslatend was, was het eerste kwartaal van dit jaar duidelijk winstgevend en in lijn met de (goede) resultaten in de tweede helft van 2013. De omzetgroei en resultaatverbetering werden daarbij nog wel enigszins gedrukt door de afwikkeling van de sluiting van Neways Electronics Production (NEK) in Kassel, volgend op de grote brand in september 2013 en de daarmee samenhangende transfer van de productieactiviteiten naar andere Neways-werkmaatschappijen. De orderportefeuille per ultimo maart kwam uit op € 68,5 miljoen (ultimo 2013: € 68,5 miljoen; Q1 2013: € 64,5 miljoen) en bevindt zich daarmee op een goed niveau. De capaciteitsbezetting door de groep heen is in het eerste kwartaal van 2014 sterk verbeterd ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. De afwikkeling van de sluiting van NEK en met name het inregelen en optimaliseren van de productieactiviteiten voor NEK klanten bij andere Neways-werkmaatschappijen hebben het afgelopen kwartaal de nodige aandacht gevraagd. De financiële positie van Neways bleef sterk. De solvabiliteit per ultimo maart 2014 kwam boven de 45% uit (ultimo 2013: 41,5%; ultimo maart 2013: 41,6%). Een belangrijk deel van de in december verkregen (eenmalige) schade-uitkering van de verzekeraar inzake de brand bij NEK ter grootte van € 23,5 miljoen, is inmiddels aangewend. Neways verwacht voor de komende maanden dat de vraag vanuit de EMS-markt op peil blijft. De hoge volatiliteit, kenmerkend voor de EMS-markt, maakt dat de horizon relatief kort blijft. Mede op basis van de huidige orderinstroom verwacht Neways – onvoorziene omstandigheden voorbehouden – over de eerste jaarhelft een substantieel hoger operationeel resultaat te behalen in vergelijking met de eerste helft van 2013.

Daarnaast maakte Neways bekend dat het een intentieverklaring heeft getekend voor de overname van 100% van de uitstaande aandelen van BuS Holding GmbH (BuS Group). BuS Group, gevestigd in Riesa (Duitsland), is een provider van elektronische oplossingen voor de EMS-markt met toonaangevende deskundigheid op het gebied van technologie en de ontwikkeling daarvan, met een sterke servicegerichtheid. BuS Group heeft in totaal circa 900 medewerkers, waaronder 50 ontwikkelaars en heeft een jaaromzet van circa € 106 miljoen. De voorgenomen overname past perfect in de strategie van Neways en zal haar aanwezigheid in de Duitse EMS-markt aanzienlijk versterken. Neways is voornemens de overname te financieren met een combinatie van eigen en vreemd vermogen. De overname zal naar verwachting in de komende maanden worden afgerond en zal vanaf het moment dat de transactie is voltooid bijdragen aan de winst per aandeel. BuS Group is winstgevend en financieel robuust en Neways is van mening dat substantiële winsten haalbaar zijn door de sterke strategische fit en de zeer complementaire activiteiten. Door de overname zal Neways groeien naar een gecombineerde omzet van circa € 500 miljoen. De toegenomen schaalomvang is van groot belang om toonaangevende klanten als ASML en Philips zo efficiënt mogelijk te kunnen ontzorgen. Bijkomend voordeel is dat Neways na de overname van BuS Group eindelijk de omvangrijke fiscale verliezen ter grootte van € 25 miljoen in Duitsland kan gaan verrekenen. Wij voorzien dat de belastingdruk daarom de komende jaren ver onder 20% kan blijven. Deze factoren zorgen in combinatie voor een substantieel vliegwieleffect op de nettowinst. Ervan uitgaande dat de transactie met BuS Group doorgang vindt langs de door Neways geïndiceerde tijdlijn, lijkt voor het lopende jaar een winst per aandeel van circa € 0,75 (2013: € 0,19) haalbaar. Tegen de huidige beurskoers van € 7,25 worden de aandelen Neways Electronics in dit perspectief zeer bescheiden gewaardeerd.

Internationaal advies- en ingenieursorganisatie **Arcadis** rapporteerde tevredenstellende cijfers over het eerste kwartaal 2014. Als gevolg van negatieve valuta-effecten daalde de omzet weliswaar met 3,3% van € 602 miljoen naar € 588 miljoen, maar de EBITA toonde een verbetering van 5,1% van € 39,6 miljoen naar € 41,6 miljoen. Dientengevolge verbeterde de operationele marge van 9,2% naar 9,6%. Het management verwacht, onder voorbehoud van onvoorziene omstandigheden, voor geheel 2014 een toename van omzet en nettowinst uit operationele activiteiten. Naar het oordeel van het management is 2014 goed van start gegaan, waarbij voor de Emerging Markets (23% van de omzet) en het Verenigd Koninkrijk (12% van de omzet) een voortzetting van de groei wordt voorzien, en een groeiherstel in continentaal Europa (21% van de omzet) aanstaande lijkt te zijn. In deze laatste regio koerst Arcadis af op het behalen van de doelstelling van een operationele marge van 10% in het komende vierde kwartaal. Ten aanzien van Noord-Amerika (44% van de omzet) wordt in de tweede helft van dit jaar een herstel verwacht. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 1,65 (2013: € 1,54), waaruit een dividend van € 0,61 per aandeel kan worden uitgekeerd (2013: € 0,57). Hieruit volgt bij een beurskoers van € 25,80 een multiple van 15,6 maal de verwachte winst en een dividendrendement van 2,4%.

Wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill** meldde een niet gekwantificeerde groei van de omzet over het eerste kwartaal 2014. De omzet van gedrukte en elektronische boeken was in het eerste kwartaal 2014 hoger dan in dezelfde periode vorig jaar. Ook de gerealiseerde tijdschriftenomzet nam toe, maar dit was grotendeels te danken aan het grotere aantal uitgeleverde afleveringen ten opzichte van dezelfde periode in het vorige jaar. De abonnementenstand liet daarentegen een vlakke groei zien. De trend waarbij bibliotheken de combinatie van print en elektronisch inruilen voor de goedkopere optie van enkel en alleen elektronisch zet bovendien enige druk op de abonnementenontvangsten. Daardoor worden de vooruitzichten met betrekking tot de tijdschriftenomzet over de rest van het jaar getemperd. De gerealiseerde groei was vrijwel geheel autonoom. De eind vorig jaar gemelde overname van Hes & De Graaf had nog nauwelijks invloed op de omzet in het eerste kwartaal. Begin april meldde Brill voorts de overname van Editions Rodopi B.V. te Amsterdam. Deze acquisitie betreft internationaal hoog aangeschreven boekenreeksen en tijdschriften onder meer op het gebied van geschiedenis, filosofie, theologie, sociale wetenschappen, linguïstiek, literatuur en cultuur. In totaal wordt een boekenfonds van ruim 3.000 titels overgenomen, met een aanwas van 130 nieuwe titels per jaar. De omzet van het fonds bedraagt ruim € 1 miljoen op jaarbasis. Alle acquisities zullen in 2014 bijdragen aan omzet en resultaat. Met een actief acquisitiebeleid en ruime middelen – Brill beschikte eind 2013 over een solvabiliteit van 61,4% en heeft geen bankleningen uitstaan – streeft de 330 jaar oude Leidse uitgever naar verdere uitbreiding binnen het strategische aandachtsveld. Bij een gerapporteerde winst per aandeel 2013 van € 1,31 (2012 genormaliseerd: € 1,24)

wordt een contant dividend van € 1,12 voorgesteld (2012: € 1,08), hetgeen een pay out ratio van ruim 85% impliceert. Het management onthield zich vooralsnog van een prognose ten aanzien van het jaarresultaat 2014. Wij handhaven vooralsnog onze taxatie van € 1,45 per aandeel, waarvoor de bijdrage van de recente acquisities extra comfort biedt. Tegen de huidige beurskoers van € 24,80 wordt thans ruim 17 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en komt het dividendrendement op 5,0% uitgaande van een stabiele pay out.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	12,7%
Hunter Douglas	10,6%
Nedap	10,6%
Brunel International	8,2%
Acomo	7,9%
TKH Group	7,4%
Aalberts Industries	5,8%
Koninklijke TenCate	5,5%
Kendrion	5,4%
Royal Imtech	4,1%
Liquiditeiten en overige 5 deelnemingen	21,8%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De maand mei is gestart met per saldo licht dalende beurskoersen bij overwegend bescheiden omzetten. Ten aanzien van het lopende jaar 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 allermist zijn verdwenen. Voor het restant van dit jaar houden wij derhalve per saldo rekening met een meer volatiel koersverloop dan vorig 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 13,5 maal en een bruto dividendrendement van circa 3%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 7 mei 2014

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen