

MAANDBERICHT OVER JUNI 2014

Inleiding

De maand juni werd gekenmerkt door een verdeelde stemming. Er was een voorkeur voor grotere fondsen, waardoor de AEX-index met 1,5% steeg naar 413,15. Daarentegen vielen de kleinere en middelgrote fondsen terug, waardoor de Amsterdam Midkap-index met 3,7% daalde naar 638,11 en de Amsterdam SmallCap Index 1,3% verloor op 595,54.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juni met 3,4% van € 34,44 naar € 33,27. Over de eerste zes maanden van 2014 bedraagt het totale beleggingsresultaat (koerswinst plus dividend minus kosten) 2,9%.

Het fondsvermogen per 1 juli 2014 bedraagt € 65,9 miljoen, waarvan een bedrag van € 64,8 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquide positie en overige maakt hierdoor 1,6% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 33,44
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 33,27
Fondsvermogen	€ 65.886.217
Aantal uitstaande aandelen	1.980.325

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	+2,87	+45,88
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+4,81	+7,29
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,10	+15,83
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+17,31	+10,35

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/06/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/06/2014)

Peildatum: 30/06/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Neways Electronics Int.	+149,0	+46,7	+31,2	-3,3
2.	BE Semiconductor Ind.	+63,2	+57,6	+15,4	+5,8
3.	Boskalis Westminster	+49,5	+9,1	+4,8	+0,3
4.	Aalberts Industries	+38,9	+2,9	-5,8	-1,2
5.	Brunel International	+31,9	-4,2	-16,2	-7,4
6.	Kendrion	+26,8	+6,3	+2,0	-1,8
7.	TKH Group	+26,1	-1,9	-1,8	-3,5
8.	Arcadis	+21,9	-1,8	-9,8	-2,9
9.	Koninklijke Brill	+21,8	+12,7	+8,5	+3,4
10.	Acomo	+17,1	+2,2	-5,1	-1,4
11.	ASM International	+16,9	+26,5	+4,0	-0,8
12.	Hunter Douglas	+13,4	+6,4	+0,2	-3,3
13.	Koninklijke TenCate	+8,5	-14,6	-12,5	-6,4
14.	Nedap	-1,1	+0,1	-2,5	-4,5
15.	Royal Imtech	-67,7	-66,0	-63,5	-36,7

- In juni realiseerden 3 van de 15 deelnemingen (= 20%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 15 ondernemingen (= 87%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand was **BE Semiconductor Industries** de sterkste stijger in de portefeuille. De onderneming laat zowel op het gebied van autonome winstgroei als toekomstig dividendrendement een sterke ontwikkeling zien;
- **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 juni hebben wij de bestaande posities in **Acomo**, **BE Semiconductor Industries** en **Koninklijke Brill** verder uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Wij waren aanwezig op de analistendag van **BE Semiconductor Industries** alwaar het management, bestaande uit CEO Richard Blickman, CFO Cor te Hennepe en CTO Ruurd Boomsma, het bedrijfs- en verdienmodel van de toeleverancier aan de back-end tak van de halfgeleiderindustrie nader toelichtte. Met een koersstijging van 70% is BESI dit jaar het best presterende aandeel in onze portefeuille. Deze krachtige outperformance is enerzijds terug te voeren op de sterke groei in het gebruik van chips in tablets, smart phones en auto's en anderzijds door de consistente uitvoering van de bedrijfsstrategie die is gericht op het structureel winnen van marktaandeel bij het gelijktijdig verlagen van het break even punt. Volgens onderzoeksbureau Gartner zullen er in 2017 wereldwijd 463 miljoen smart phones worden geproduceerd. Dit is een stijging van 152% ten opzichte van de 184 miljoen units in 2013, ofwel een jaarlijkse samengestelde groei van 26%. Ongeveer 35% van BESI's groepsomzet is gerelateerd aan mobiele internetapparaten, maar ook chips voor de automotive sector zijn steeds belangrijker geworden en vertegenwoordigen inmiddels circa 17% van de groepsomzet. Belangrijke klanten zijn onder andere Samsung, TSMC, ASE Group, NXP, Infineon, Apple en Intel. De top-10 klanten vertegenwoordigen ongeveer 51% van de groepsomzet. BESI heeft de afgelopen jaren veel marktaandeel gewonnen. Dit is af te leiden uit het feit dat de totale assembly equipment markt over de afgelopen zes

jaar (2008 – 2013) cumulatief met slechts 5% is toegenomen, terwijl de omzet van BESI over deze periode met 71% is gestegen. Van de totale assembly equipment markt, met een geschatte omvang van circa US\$ 3 miljard, had BESI in 2013 een marktaandeel van circa 10%. Maar voor de relevante marktsegmenten waarin BESI zich bevindt, Die Attach en Packaging, heeft de onderneming een marktaandeel van circa 27%. Dat is een stijging van circa 5%-punt ten opzichte van 2012. De belangrijkste concurrenten in Die Attach zijn ASM-PT, Hitachi en Panasonic. In Packaging concurreert BESI met het Japanse Towa, Hanmi (Korea) en ASM-PT. Door de zwakke yen hebben de Japanners momenteel een behoorlijk concurrentievoordeel.

In 2013 is de productieverhuizing van Europa naar Azië volledig afgerond. Hierdoor zijn de productiekosten fors gedaald en is de organisatie nog flexibeler geworden. BESI gaat nu ook de Europese toeleveranciers vervangen door Aziatische, maar wel met behoud van kwaliteit. Buiten het feit dat Aziatische toeleveranciers goedkoper zijn kan BESI veel van dezelfde componenten die in verschillende machines worden gebruikt bij één toeleverancier inkopen, waardoor een nog lagere prijs kan worden bedongen. Door deze maatregelen denkt BESI de brutomarge met 5%-punt te kunnen verbeteren. Hiervan is 50% nu al gerealiseerd en zal de andere helft volledig zichtbaar worden vanaf 2016. Normaal gesproken behaalde BESI brutomarges van circa 40%, EBIT-marges van 15% en nettowinstmarges van 10% door de cyclus heen. Door de productie en inkoop in Azië te laten plaatsvinden zouden onder normale omstandigheden alle genoemde marges grosso modo met 5%-punt kunnen worden verhoogd. Materiaalkosten vertegenwoordigen circa 50% van de omzet, zodat de inkoop erg belangrijk is. Door de tot nu toe getroffen efficiëncymaatregelen is het *break-even* omzetniveau gedaald naar € 212 miljoen. Dat is een daling van maar liefst 21% ten opzichte van 2011 toen dit niveau nog op € 270 miljoen lag. De nog te nemen maatregelen zullen voor een verdere daling zorgen. Door de toegenomen flexibiliteit, circa 60% van de medewerkers is actief in Azië en circa 40% in Europa, kan de onderneming sneller capaciteit opschalen, respectievelijk afbouwen. In dit proces zijn een lage vaste kostenbasis en flexibele arbeid van essentieel belang om de marges op peil te houden. Door bovenstaande maatregelen, hogere volumes en focus op *high-end* machines steeg de brutomarge in Q1 2014 met 2,7%-punt naar 42,3%. Seizoenmatig is de eerste jaarhelft normaliter beter dan de tweede jaarhelft. Als de *book-to-bill* ratio op het huidige hoge niveau van 1,59 blijft, kan het wel eens zo zijn dat de tweede jaarhelft net zo goed of zelfs beter is dan de eerste jaarhelft. Het geeft aan dat de back-end cycle momenteel in *full swing* is. BESI verwacht dat de omzet in Q2 2014 met 40 tot 50% zal stijgen ten opzichte van Q1 (omzet € 70 miljoen). De brutomarge in Q2 zal uitkomen tussen 42 en 44%. De omzet in het eerste halfjaar zal dan uitkomen op circa € 170 miljoen bij een brutomarge van circa 43%. BESI heeft momenteel een ruime netto kaspositie van € 73 miljoen, d.i. € 1,83 per aandeel ofwel 13,5% van de huidige beurswaarde. Het management heeft aangegeven alleen overnames te willen doen in een *downturn* en niet in een *upturn* van de cyclus. In het laatste geval moet bij acquisities feitelijk een dubbele premie worden betaald. Overtollig kasgeld wordt aangewend voor contant dividend en/of inkoop eigen aandelen.

Conclusie: BESI heeft de afgelopen jaren bewezen ook in de cyclische *downturn* winstgevend te kunnen opereren. Door efficiëncymaatregelen is de onderneming nu in staat om nog hogere winstmarges te realiseren en het break-even niveau verder fors te verlagen. In Q1 2014 was dat duidelijk zichtbaar met een netto winstmarge van 10%. Met de huidige capaciteit is de onderneming in staat om door te groeien naar tenminste € 500 miljoen omzet. Daarboven zal de onderneming extra inspanningen moeten verrichten. Het lijkt erop dat BESI dit jaar wederom een recordjaar zal boeken, zowel in omzet (ruim € 300 miljoen) als winstgevendheid. Analistentaxaties (winst per aandeel en dividend) zijn onzes inziens te laag. Vanwege de sterke balans en goede resultaten zal BESI de pay out ratio fors kunnen verhogen richting 80%. Dit zou betekenen, met een geschatte winst per aandeel van € 1,15, dat het dividend per aandeel zou uitkomen op € 0,90. Tegen de huidige beurskoers van € 13,50 betekent dit een dividendrendement van 7%. Het enige punt van kritiek is dat BESI een gedeelte van de R&D-kosten activeert, hetgeen weliswaar is toegestaan onder IFRS, waardoor de gerapporteerde bruto bedrijfswinst circa eenderde hoger uitkomt. De waardering lijkt hierdoor optisch goedkoop te zijn in vergelijking met *peers* uit de Verenigde Staten die onder US GAAP rapporteren waar dit niet is toegestaan. Desalniettemin is de waardering, ook gecorrigeerd voor R&D-kosten toerekening, nog steeds uiterst aantrekkelijk en kwalificeert BESI zich op termijn als de ideale overnamekandidaat voor sectorgenoot Kulicke & Sofa. De verwachting is namelijk dat de back-end industrie net zoals de front-end verder zal gaan consolideren zodat er op termijn nog slechts een beperkt aantal spelers zal resteren.

Gezien de goede perspectieven van BESI hebben wij de positie in de portefeuille in de verslagmaand met 50% vergroot tot 300.000 aandelen.

Wij brachten een bedrijfsbezoek aan **Koninklijke TenCate**, wereldwijd toonaangevend producent van technisch textiel, en spraken met bestuursvoorzitter Loek de Vries. Onze indruk dat 2014 voor TenCate een transitiejaar gaat worden, werd op hoofdlijnen bevestigd. De portfolio van de groep liet over 2013 het volgende beeld zien.

• Advanced Textiles & Composites	(Omzet)	
⇒ Protective Fabrics	€ 240 miljoen	
⇒ Advanced Composites	€ 119	
⇒ Armour Composites	€ 68	
<i>Totaal</i>	€ 428 miljoen	EBITA: € 21,3 miljoen
• Geosynthetics & Grass		
⇒ Geosynthetics	€ 295 miljoen	
⇒ Kunstgras upstream	129	
⇒ Kunstgras downstream	93	
<i>Totaal</i>	€ 518 miljoen	EBITA: € 27,9 miljoen
• Koninklijke TenCate Totaal	€ 946 miljoen	EBITA: € 49,2 miljoen

Dit overzicht geeft onder andere aan dat TenCate momenteel niet voldoet aan de door haarzelf geformuleerde kwantitatieve strategische doelen. Deze luiden als volgt:

1. Het bedrijfsresultaat voor amortisatie als percentage van het gemiddelde netto geïnvesteerde vermogen moet tenminste 15% bedragen (2013: 6,4%, 2012: 6,2%)
2. De geconsolideerde EBITA-marge moet tenminste 10% bedragen (2013: 4,8% inclusief overige)
3. De verhouding tussen netto rentedragende schuld en bedrijfsresultaat voor afschrijvingen en amortisatie (EBITDA) moet structureel minder dan 2,5 bedragen (2013: 2,27)

Overkoepelend is er een doelstelling van een jaarlijkse winstgroei van 10%, welke is gebaseerd op de voornoemde EBITA-marge van 10%. Deze doelstelling is de laatste jaren niet gehaald. Toch wenst TenCate deze doelstelling vast te houden en daarbij uit te blijven gaan van de in het verleden geformuleerde *buy & build* strategie. CEO De Vries kent de oorzaken van de achterblijvende resultaten, alsmede het recept voor verbetering ervan en geeft een toelichting:

Het zeer winstgevendende Defender-M (vlamwerende stoffen in gevechtuniformen) bevindt zich thans op een dieptepunt qua omzet- en winstbijdrage als gevolg van de lagere defensieuitgaven in de Verenigde Staten. Andere 'Protective Fabrics', met name TecasafePlus, bieden geleidelijk steeds beter tegenwicht, getuige een 12% omzetstijging in het afgelopen jaar. TC Advanced Composites groeide in 2013 met een tevredenstellende 16% door een sterke toename van ruimtevaartcomposieten. Daarentegen was de markt voor Armourcomposieten slecht, in het bijzonder in de Verenigde Staten met een lokale capaciteitsbezetting van slechts 15%. De qua omzet grootste sector, Geosynthetics, had vorig jaar te kampen met een dalende winstgevendheid door een ongunstige omzetmix en door volatiele inputkosten van polyethyleen en polypropyleen. De Vries meent dat door een actievere aansturing van de divisie Azië het rendement sterk zal kunnen verbeteren. De grootste *turn around* lijkt evenwel in de Gras-divisie mogelijk. De Vries schetst een driestappen-plan dat tot een spectaculaire verbetering moet leiden.

Ten eerste dient de upstream-divisie te streven naar een volle capaciteitsbezetting. Hiertoe dient de afstemming van de capaciteit in de vestigingen Nijverdal, Dayton (Tennessee) en Dubai te worden geoptimaliseerd. De verwachting is dat dit proces in een aantal stappen kan worden uitgevoerd. Deze volle bezetting zal wel deels ten koste gaan van marge aan de downstreamkant. De Vries denkt deze marge-erosie te ondervangen door fors in te zetten op innovatieve systemen en grote projecten, zijnde de tweede stap. Momenteel wordt Greenfields MX, een gepatenteerd 3-D geweven kunstgrassyteem, geïntroduceerd in de Verenigde Staten, waarbij weliswaar de eerste successen kunnen worden genoteerd, maar waar de kosten in het lopende boekjaar nog voor de baten uitgaan. Tenslotte overweegt TenCate een

strategische swap met partnerproducenten om de overcapaciteit in deelmarkten tegen te gaan. Voor 2015 mag daarom een behoorlijk resultatenherstel in de Gras-divisie tegemoet worden gezien, omdat Greenfield MX dan *coast-to-coast* in de Verenigde Staten kan worden vermarkt via een fijnmazig distributienetwerk.

Naast Greenfields MX verwacht TenCate de komende jaren een aanzienlijke omzet- en winstbijdrage van Automotive Composieten (TenCate Cetex) en het ABDS-systeem (active blast countermeasure system), alsmede van het digitaal finishen. Omdat TenCate voor zowel 2014 als 2015 voorziet dat de investeringen boven de afschrijvingen zullen liggen, teneinde voldoende capaciteit in de voorziene groeisectoren te kunnen opschalen, ontstaat op korte termijn winstdruk (de kosten gaan immers voor de baat uit) en komt de bovenkant van de met schuldfinanciers overeengekomen convenanten in zicht. Enige verlichting van de schuldenpositie zou kunnen komen uit verkoop van niet-kernactiviteiten, zoals rubber rollenproducent ENBI. Overigens streeft De Vries in toenemende mate naar strategische samenwerking met internationaal aansprekende spelers als BMW, BASF en Owens Corning. Niettemin houden wij rekening met een kapitaalversterking teneinde de balansstructuur te versterken. Eventueel zou een zogenaamde *carve out* van de Gras-divisie eveneens soelaas kunnen bieden. Dit zou het conglomeratachtige karakter van TenCate doen verminderen en ruimte bieden aan het versneld stroomlijnen van de organisatie, met name qua financieringsstructuur.

Voor 2014 gaan wij vooralsnog uit van een bescheiden nettowinst van € 0,75 per aandeel (2013: € 0,72). In de jaren erna bestaat er evenwel 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 aantrekkelijk. Handhaving van het (keuze)dividend van € 0,50 per aandeel geeft bij de huidige waardering een dividendrendement van 2,6%.

Op een Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders gaf **Neways Electronics International**, middelgrote speler op de internationale Electronic Manufacturing Services (EMS) markt, een toelichting op de voorgenomen acquisitie van de Duitse BuS Groep. Deze familieonderneming, gevestigd in het Oostduitse Riesa tussen Dresden en Leipzig, voegt € 108 miljoen goed winstgevendende omzet aan Neways toe, dat over 2013 een omzet van € 265 miljoen realiseerde. BuS is met name actief als eerstelijns toeleverancier aan de Duitse automotive-industrie met Volkswagen en BMW als belangrijke klanten. Er zijn 900 medewerkers in dienst, waaronder 45 ontwikkelaars. De overname werd opportuun omdat de oprichter-groootaandeelhouder van BuS, Herr Dr Maiwald, inmiddels een gevorderde leeftijd heeft bereikt. Voor Neways gaat met de overname een lang gekoesterde wens in vervulling. Na de brand en verwoesting van de fabriek in Kassel, vorig jaar september, was het management actief op zoek gegaan naar expansie in de Duitse EMS-markt, met een omvang van € 3,5 miljard qua omvang de derde grootste markt ter wereld. Er bestaat door de overname van BuS geen overlap met bestaande Neways-klanten. Daarentegen is er wel een verruiming van de omzetgroeimogelijkheden. Zo hanteert een belangrijke klant als ASML de regel dat zij maximaal 25% van de Neways-omzet voor haar rekening wenst te nemen uit oogpunt van risicospreiding. Nu de gecombineerde omzet met 30% op jaarbasis toeneemt, biedt dit een uitdagend perspectief voor de Neways-organisatie. Daarnaast werden de volgende pluspunten genoemd:

- Uitbreiding van de ontwikkelcapaciteit en *footprint* in Duitsland;
- Uitbreiding van het inkoopvolume, waardoor inkoopvoordelen tot 30% binnen bereik komen;
- Extra groeipotentieel van de Neways-faciliteiten in Slowakije en Azië. BuS had nog geen productie in het Verre Oosten, ofschoon belangrijke klanten als Volkswagen en Siemens hierom wel verzochten;
- Bestaand management ondersteunt de overname en blijft ook in dienst;
- Door de overname stijgt de winstgevendheid van Neways, omdat de marges bij BuS beduidend hoger liggen dan bij Neways. Over 2013 werd een EBIT-marge van 5,6% gerealiseerd, terwijl Neways slechts 2,4% rapporteerde;
- Neways beschikt over forse compensabele verliezen in Duitsland van in totaal circa € 28 miljoen. Als gevolg van de overname van BuS zal de belastingdruk vanaf het tweede halfjaar 2014 hierdoor vermoedelijk slechts rond 10% bedragen;
- De overname draagt direct bij aan de winst per aandeel. Neways betaalt geen goodwill. De koopprijs wordt voor 80% voldaan in contanten en voor 20% in nieuw uit te geven aandelen. De verkopende aandeelhouders

verkrijgen een belang van 9,9% in Neways en hebben een *lock up* van 18 maanden geaccepteerd op deze aandelen.

Naast het gebruik van kredietlijnen heeft Neways voor € 5 miljoen een in aandelen converteerbare lening bij enkele grootaandeelhouders geplaatst ter financiering van de acquisitie. Deze lening heeft een looptijd van 5 jaar, kent een coupon van 4% en is na 3 jaar converteerbaar in aandelen Neways tegen een koers van € 8,50 per aandeel. Hierdoor stijgt het aantal uitgegeven aandelen op termijn met een kleine 600.000, ofwel 5,4%. Naar verwachting zal de transactie eind augustus worden afgerond en zullen de resultaten van BuS vanaf het tweede halfjaar 2014 worden geconsolideerd.

Op basis van de gecombineerde cijfers van Neways en BuS komt voor 2014/15 een winst per aandeel van € 1,50 à € 2,- in zicht. Met een traditionele pay out van 30% geeft dit een dividend van € 0,45 à € 0,60 per aandeel. Uitgaande van de huidige beurskoers van € 9,50 lijkt een opwaarts potentieel richting € 15,- realistisch. Dit komt overeen met de vorige topkoers van 2007.

Koninklijke Boskalis Westminster, internationale dienstverlening op het gebied van baggeren, maritieme infrastructuur en maritieme diensten, heeft twee contracten verworven in het Verenigd Koninkrijk en Zweden met een gezamenlijke contractwaarde van circa € 70 miljoen. Boskalis gaat in opdracht van de Tendring District Council in Clacton-on-Sea, Verenigd Koninkrijk, een zeewering aanleggen over een lengte van 5 kilometer tussen Clacton Pier en Holland Haven. De zeewering zal bestaan uit 23 stenen strekdammen waartussen stranden zullen worden opgespoten. Boskalis voert het project uit binnen de joint venture VBA JV Ltd, een consortium bestaande uit Volker Stevin, Boskalis en Atkins. De werkzaamheden zullen deze zomer van start gaan en eind 2015 worden afgerond. Voor dit project zullen twee middelgrote sleepopperzuigers worden ingezet. In Zweden heeft Boskalis in joint venture met Züblin Scandinavia AB een contract verworven van opdrachtgever Trafikverket Göteborg voor het ontwerp en de aanleg van de Marieholmtunnel en de aanleg van kademuuren in Gothenburg. Deze nieuwe verkeerstunnel onder de rivier de Göta Älv zal een verbinding vormen tussen de stadsdelen Marieholm en Tingstad. Het Design & Construct contract heeft een looptijd tot en met 2020. Voor de realisatie van dit project zal Boskalis tot een diepte van rond 20 meter de sleuf baggeren waarin de tunnel zal worden afgezonken, het zand aanbrengen onder en naast de afgezonken tunnel en de bescherming van het tunneldak aanbrengen in de vorm van breuksteen. 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 € 41,40 op circa 15 maal de verwachte winst 2014 worden gewaardeerd. Wij voorzien bij deze verhoudingen een dividendrendement van ruim 3%.

Internationaal ingenieursbureau **Arcadis** meldde dat een consortium waarin zij deelneemt met een concept voor een design voor de bescherming tegen stormschade van het zuidelijk deel van Manhattan als winnaar van de 'Rebuild by Design' wedstrijd van de US Housing and Urban Development organisatie een funding bedrag van US\$ 335 miljoen tegemoet kan zien. In samenwerking met de Deense Bjarke Ingels Group heeft Arcadis dit design ontwikkeld onder de titel 'Big U', een ring van 16 kilometer om zuidelijk Manhattan, waardoor dit stadsdeel in de toekomst gevrijwaard zal blijven van de schade van orkanen, zoals laatstelijk Sandy in 2012. Vanaf 57th Street West loopt deze ring via de zuidpunt tot 42nd Street East. Het plan omvat daarnaast de aanleg van parken en wandelroutes in een nieuw recreatiegebied. Het initiatief van de 'Rebuild by Design' wedstrijd komt van de Amerikaanse overheid en de stad New York. Het overstromingsgevaar in New York blijkt twintigmaal zo groot als het was 170 jaar geleden. De kwetsbaarheid van de stad, die als financieel centrum van de wereld wordt gezien, was aanleiding voor de lokale autoriteiten om ondernemingen als Arcadis uit te nodigen in te schrijven om een plan te maken New York te beschermen tegen overstromingen. Arcadis lijkt daarmee goed gepositioneerd te zijn voor toekomstige vervolgoopdrachten. Ter illustratie, na orkaan Katrina in 2005 ontving Arcadis in totaal voor circa US \$ 200 miljoen aan opdrachten ter versterking van de infrastructuur in de Mississippi-delta. Voorts meldde de onderneming dat het schulden met een omvang van US\$ 115 miljoen tegen gunstige voorwaarden heeft geherfinancierd. Het betreft de herfinanciering van US\$ 40 miljoen die vorige maand afliep, alsmede US\$ 75 miljoen die per januari 2015 zou vervallen. Het totale bedrag van US\$ 115 miljoen is nu tegen aantrekkelijker condities vastgelegd tot juni 2019. 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 € 25,50 wordt daarmee 15,5 maal de verwachte winst voor de aandelen Arcadis betaald en komt het verwachte dividendrendement op 2,4%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	13,8%
Hunter Douglas	10,6%
Nedap	10,3%
Brunel International	8,4%
Acomo	8,3%
Kendrion	7,7%
TKH Group	7,6%
Aalberts Industries	7,2%
BE Semiconductor Industries	5,9%
Koninklijke TenCate	5,2%
Liquiditeiten en overige 5 deelnemingen	15,0%
Totaal	100,0%

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 3,3%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 4 juli 2014

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen