

MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2013

Inleiding

In de maand november kreeg de positieve beursstemming van de voorgaande maand een vervolg. De AEX-index steeg 1,5% naar 396,55, de Amsterdam Midkap-index klom 2,4% naar 619,03, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 2,5% toevoegde op 498,56.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 2,8% van € 31,80 naar € 32,70. Over de eerste elf maanden van 2013 bedraagt het totale netto beleggingsresultaat +7,5%.

Het fondsvermogen per 2 december 2013 bedraagt € 63,8 miljoen, waarvan een bedrag van € 58,5 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquide positie maakt hierdoor 8,3% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 december 2013 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 32,86
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 32,70
Fondsvermogen	€ 63.826.216
Aantal uitstaande aandelen	1.952.002

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+7,54	+40,40
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+19,16	+1,04
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+20,82	+10,54
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+25,49	-9,39

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 29/11/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/11/2013)

Peildatum: 29/11/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	UNIT4	+81,1	+40,3	+44,0	+9,9
2.	Aalberts Industries	+54,4	+28,0	+19,1	+1,8
3.	BE Semiconductor	+50,5	+9,1	+0,3	+1,4
4.	TKH Group	+48,1	+27,2	+17,5	+6,8
5.	Kendrion	+44,2	+11,5	+6,8	-1,1
6.	Arcadis	+40,6	+16,6	+33,9	+8,5
7.	Koninklijke TenCate	+30,8	+24,5	+28,3	+5,4
8.	Brunel International	+28,9	+33,8	+18,0	+4,7
9.	Neways Electronics Int.	+23,4	+45,9	+42,9	+22,6
10.	Acomo	+16,9	+5,7	+3,5	-1,9
11.	Boskalis Westminster	+13,1	+20,0	+22,6	+3,5
12.	Hunter Douglas	+11,7	+3,5	+3,5	+0,9
13.	Koninklijke Brill	+11,5	-1,4	+4,6	-0,5
14.	Nedap	+5,1	-6,6	-0,1	+0,7
15.	ASM International	-7,6	-9,7	+5,2	+2,4
16.	Royal Imtech	-70,2	-44,7	+11,2	-5,7

- In november realiseerden 12 van de 16 deelnemingen (= 75%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 14 van de 16 ondernemingen (= 88%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand voerden **Neways Electronics International** en **UNIT4** de lijst van sterkste stijgers aan. De sterke koersperformance van Neways was het gevolg van een positief trading statement over het derde kwartaal. De koersstijging van UNIT4 volgde op de bieding van private equity investeerder Advent International van € 38,75 per aandeel in contanten;
- **Royal Imtech** is de enige deelneming die op jaarbasis een aanzienlijke negatieve totaalopbrengst heeft gerealiseerd. Op termijn voorzien wij voor Imtech echter een significant koerspotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In november hebben wij de posities in **Arcadis**, **ASM International**, **BE Semiconductor Industries**, **Koninklijke Boskalis Westminster**, **Hunter Douglas**, **Koninklijke Brill**, **Royal Imtech** en **TKH Group** uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Private equity investeerder Advent International Corporation heeft een bieding van € 38,75 per aandeel in contanten (inclusief dividend 2013) uitgebracht op **UNIT4** (toonaangevende softwareapplicaties voor overheden en internationale organisaties). Deze bieding biedt een premie van ruim 10% boven de medio oktober geïndiceerde biedprijs van € 35,- per aandeel. Het management van UNIT4 ondersteunt de bieding, waarbij voormalig CEO/mede-oprichter Chris Ouwinga heeft toegezegd zijn belang van 5,6% aan te bieden aan de koper. De strategische rationale van de overname gaat ervan uit dat UNIT4 het huidige transitieproces van een bedrijfsmodel gebaseerd op licentieverkopen naar een van op SaaS-applicaties gebaseerde abonnementen kan versnellen door vanuit de Advent-organisatie te opereren. De bieding waardeert UNIT4 op een waarde van € 1,172 miljard en op een historische EBITDA 2012 van 14,2 maal de biedkoers.

Het biedingsbericht zal naar verwachting in het eerste kwartaal 2014 worden gepubliceerd, waarna de aansluitende Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders zal worden gehouden. Vooralsnog beraden wij ons op ons definitieve standpunt – aanbieden of aanhouden – en handhaven wij onze positie in UNIT4 als grootste deelneming in de portefeuille. Ofschoon de waardering in historisch perspectief volwaardig lijkt, is op een termijn van drie tot vijf jaar sprake van een bescheiden waardering, zeker in het licht van een toekomstige significante winstbijdrage van SaaS-

deelneming FinancialForce.com die naar verwachting vanaf 2015 voor een beduidende versnelling van de winstgroei gaat zorgdragen.

Hunter Douglas, de wereldmarktleider op het gebied van raambekleding met daarnaast productie en levering van architectonische producten, rapporteerde tevredenstellende cijfers over de eerste negen maanden van 2013. De omzet kwam 1,7% hoger uit op US\$ 1.955,5 miljoen in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder (US\$ 1.923,0 miljoen), terwijl de EBITDA met 6% steeg van US\$ 174,0 miljoen naar US\$ 184,4 miljoen. Het nettoresultaat daalde licht van US\$ 88,7 miljoen naar US\$ 85,5 miljoen (-3,6%) vanwege de nagenoeg opgedroogde inkomsten uit de Investment Portfolio (US\$ 0,9 miljoen ten opzichte van US\$ 10,6 miljoen een jaar eerder) die inmiddels volledig is afgebouwd.

Wij zien geen aanleiding onze winsttaxatie voor geheel 2013 aan te passen. Uitgaande van een verwachte winst per aandeel van tenminste € 3,00 (2012: € 2,24) wordt tegen de huidige beurskoers van € 32,50 daarmee iets minder 11 maal de verwachte winst 2013 voor de aandelen HD betaald. Onze winsttaxatie 2013 impliceert een forse verbetering in het lopende vierde kwartaal. In Q4 2012 werd de winst voor een bedrag van € 37,1 miljoen gedrukt vanwege een noodzakelijk geachte reorganisatievoorziening. Een dergelijke last wordt dit jaar niet voorzien. Voor 2014 hanteren wij een winst per aandeel van tenminste € 4,00, welke verbetering wordt gedragen door een aanhoudende omzet- en winstgroei in Noord-Amerika en een geleidelijk omzet- en winstherstel in Europa. Beide markten zijn tezamen goed voor circa 80% van de groepsomzet van Hunter Douglas. Op basis van onze winsttaxatie van 2014 verwachten wij een dividend per aandeel van tenminste € 1,50, waardoor het getaxeerde dividendrendement bij de huidige beurskoers een lucratieve 4,6% bedraagt.

De totale opbrengsten van technologieleverancier **Nedap** over 2013 zullen naar verwachting nagenoeg gelijk zijn aan die over 2012 (€ 171,9 miljoen). De marktgroepen Automatic Vehicle Identification (AVI), Healthcare en Retail laten ook dit jaar een verdere opbrengstengroei zien, de marktgroepen Energy Systems, Light Controls en Security Management blijven vrijwel gelijk en de opbrengsten van de groepen Library Solutions en Livestock Management (voorheen: Agri) zullen achterblijven bij die over 2012. In het lopende jaar wordt opnieuw flink geïnvesteerd in mondialisering, vernieuwing, marketing en versterking van de organisatie. Vanwege de nog steeds voortdurende onzekere economische omstandigheden in diverse markten blijft een verdere groei van de opbrengsten in 2013 echter nog uit. Andere markten hebben te kampen met grillige of onduidelijke wet- en regelgeving, zoals op het gebied van zonne-energie, waardoor bijvoorbeeld de eerder verwachte sterke opbrengstengroei van de PowerRouter niet zal worden gerealiseerd. Met name in de tweede jaarhelft drukken de investeringen behoorlijk op het resultaat. Door de combinatie van forse investeringen en gelijkblijvende opbrengsten zal de winst na belastingen ten opzichte van 2012 dan ook aanzienlijk (= 30 – 45%) achterblijven (winst 2012: € 13,5 miljoen). Met het oog op toekomstige groei is medio 2013 een terrein van bijna 10.000 m² met kantoren en hallen aangekocht dat grenst aan de bestaande vestiging in Groenlo. Mede door deze aankoop zullen de totale investeringen in het lopende jaar ruim € 2 miljoen hoger zijn dan de afschrijvingen. Daarnaast wordt een bedrag van ongeveer € 1 miljoen besteed aan vertrekregelingen van medewerkers. Desondanks zal het totaal aantal medewerkers dit jaar met circa 45 stijgen naar 754 (+6%). Dit impliceert dat het aantal nieuwe medewerkers met meer dan 10% toeneemt, hetgeen een weerspiegeling vormt van de transitie die Nedap momenteel doormaakt: van technologisch producent naar een leverancier van oplossingen voor geselecteerde wereldmarktsegmenten. Daarbij past een hogere toegevoegde waarde per medewerker. Het huidige jaar kan daarom worden aangemerkt als een typisch overgangsjaar. Niettemin resulteert een en ander in een forse winstdaling. Wij verlagen onze winst per aandeel taxatie 2013 van € 1,75 naar € 1,25 (2012: € 2,01), waardoor ook het dividend navenant zal worden verlaagd. Uitgaande van de traditionele pay-out ratio van 75% zal dit over 2013 uitkomen op € 0,94, waarmee tegen de huidige beurskoers van € 29,70 het dividendrendement nog een alleszins redelijke 3,2% bedraagt. Onvoorziene omstandigheden voorbehouden verwachten wij voor 2014 een terugkeer naar het winstniveau van 2012. Gezien de aantrekkelijke portfolio van Nedap met krachtige applicaties voor wereldwijde groeiemarkten, blijven wij optimistisch gestemd ten aanzien van de beleggingsmerites van het aandeel.

Amsterdam Commodities meldde dat het jaar 2013 zich goed blijft ontwikkelen. De geconsolideerde omzet over de eerste negen maanden van 2013 bedroeg € 442 miljoen en was daarmee nagenoeg gelijk aan de omzet in de eerste negen maanden van 2012. De brutowinstmarge gedurende het derde kwartaal handhaafde zich op het niveau van de eerste zes maanden van dit jaar. De gerealiseerde operationele winst in het derde kwartaal was enigszins hoger dan die in het derde kwartaal van 2012 en ook de totale nettowinst over het derde kwartaal steeg enigszins ten opzichte van 2012. Daarbij werd de nettowinst in de eerste negen maanden van het lopende jaar voor ruim € 1 miljoen negatief beïnvloed door specifieke kosten waaronder een reservering voor de wederom opgelegde 16% crisistax. Met inachtneming van de onvoorspelbaarheid van markt- en externe ontwikkelingen, verwacht de Raad van Bestuur dat Acomo uiteindelijk een netto winstniveau over 2013 zal kunnen realiseren dat gelijk is aan 2012. Wij stellen onze winst per aandeel prognose voor geheel 2013 licht neerwaarts bij van € 1,22 naar € 1,20, deels vanwege de zwakke ontwikkeling van de dollarkoers tegenover de euro. Tegen de huidige beurskoers van € 16,- worden de aandelen Acomo aldus gewaardeerd op 13,3 maal de getaxeerde winst 2013. Het bijbehorende dividendrendement laat zich becijferen op een aantrekkelijke 4,5%. Voor 2014 gaan wij vooralsnog uit van een iets sterkere winststijging in de richting van € 1,30 per aandeel. Daarbij is geen rekening gehouden met de bijdrage van mogelijke acquisities, die evenwel hoog op de agenda van het management staan.

Koninklijke TenCate, de multinationale onderneming die textieltechnologie, chemische processen en materiaaltechnologie combineert bij de ontwikkeling en productie van functionele materialen met onderscheidende eigenschappen, organiseerde een Capital Markets Day bij haar Advanced Armour fabriek te Primarette, nabij Lyon in Frankrijk. De nadruk in de presentaties lag bij het lange termijn perspectief van TenCate in een aantal product-markt combinaties. Momenteel zit TenCate in een transitiefase waarbij het accent van het bedrijfsmodel gaandeweg verschuift van een technologische en R&D-focus op het gebied van specialiteiten in technisch textiel naar een marktgedreven 'Smart Textiles' onderneming met een sterke nadruk op marketing & sales. Het toekomstig groeiprofiel van TenCate richt zich daarbij op een vijftal gebieden:

- **Protective Fabrics:** Het succes van vlamwerend materiaal Defender M, dat aan de basis stond van de recordwinst in 2011, moet buiten de Verenigde Staten navolging krijgen. Daarnaast wordt van het van Defender M afgeleide product Tecasafe Plus een voortgaande *double digit* groei voorzien;
- **Aerospace Composites:** Naast composieten voor de lucht- en ruimtevaart verwacht TenCate op middellange termijn een sterke groei van composieten voor de automotive industrie. Samen met BASF en Owens Illinois loopt TenCate voorop in deze industriële ontwikkeling. De potentiële wereldmarkt heeft een omvang van circa € 2 miljard;
- **Advanced Armour:** Het ontwikkelde TenCate ABDS (active blast countermeasure system) verschaft TenCate een sterke basis om in de internationale defensiesector te groeien. Het ziet er echter naar uit dat vanaf 2016 zicht is op een substantiële omzet- en winstbijdrage;
- **Geosynthetics:** TenCate is een prominente internationale speler op het gebied van water- en milieumanagement met een wereldwijde dekking;
- **Grass:** TenCate is wereldmarktleider op het gebied van de productie en levering van kunstgrasvelden. Ofschoon dit segment de laatste jaren teleurstellende rendementen op het geïnvesteerde vermogen heeft gerealiseerd, is CEO Loek de Vries ervan overtuigd dat deze divisie de komende jaren alsnog haar belofte gaat inlossen. Een superieure weef- en extrusietechniek heeft intussen de GreenFields MX geweven grasmat opgeleverd die toonaangevend is in de sector.

Op korte termijn is het potentieel van omzet- en winststijging naar onze mening evenwel beperkt. Dit heeft mede als oorzaak het gegeven dat TenCate voor circa 65% van de omzet afhankelijk is van (semi-)overheidsinstellingen. Omdat de budgetten van overheden wereldwijd onder druk liggen, moet de komende tijd rekening worden gehouden met aanhoudende uitdagende marktomstandigheden. Op iets langere termijn, vanaf 2015/16, is er evenwel een aanzienlijk potentieel van omzetgroei en margeverbetering.

Wij handhaven daarom onze taxatie van een winst per aandeel 2013 van €1,50 (2012: € 0,86; 2011: € 2,31) en voorzien voor 2014 een lichte stijging naar € 1,65 per aandeel. Na 2014 zou een sterkere toename mogelijk moeten zijn, omdat vanaf 2015 een substantiële omzet- en winstbijdrage van onder meer leveringen aan de automotive-industrie en inkjetgerelateerde textiele oplossingen in zicht komen. Tegen de achtergrond van dit perspectief achten wij de beurswaardering van 13,7 maal de verwachte winst 2014 op basis van de huidige beurskoers van € 22,65 niet overdreven hoog.

Royal Imtech (technische dienstverlening in Europa en daarbuiten) rapporteerde derde kwartaalcijfers die enigszins achterbleven bij de verwachtingen van analisten. Dit had vooral te maken met een vertraagd herstel van de Duitse en Oosteuropese activiteiten. Daarnaast vielen de activiteiten in de divisie Spanje/Turkije tegen. Voor de Turkse werkmaatschappij AE Arma Elektropanc wordt een strategisch verantwoorde exit overwogen. Elders was de gang van zaken conform de verwachtingen. In sommige sectoren werd iets beter gepresteerd dan verwacht, met name de *turn around* in de sector Marine ontwikkelt zich veelbelovend, terwijl ook de divisie ICT zich in positieve zin onderscheidde. De groepsomzet in het derde kwartaal kwam uit op € 1.256 miljoen, hetgeen 1,4% lager was dan in dezelfde periode een jaar eerder (€ 1.274 miljoen). De EBITDA verbeterde verder en bedroeg - € 4 miljoen, waar over Q2 2013 nog een verlies van € 33 miljoen werd verantwoord. Onder leiding van CFO Hans Turkesteen werkt Imtech hard aan een verbetering van het werkkapitaal. Dit leidde tot een nagenoeg onveranderd kapitaalbeslag in het derde kwartaal, waar normaal gesproken gedurende deze periode een stijging plaatsvindt vanwege seizoensinvloeden. Teneinde het herstel in Duitsland af te ronden kondigde Imtech een additionele herstructurering aan waardoor 300 voltijdbanen komen te vervallen. In aanvulling hierop zal een kostenbesparingsprogramma van € 40 miljoen worden uitgevoerd voor de periode 2013-2015. Onder leiding van de nieuwe manager Felix Golsman (afkomstig van concurrent Johnson Controls) bouwt Imtech haar vanouds leidinggevende positie in Duitsland opnieuw op. De aanwezige technische competenties staan aan de basis hiervan. De activiteiten in Oost-Europa zijn aanzienlijk teruggebracht, met name in Polen. Feitelijk wordt in Oost-Europa uitsluitend nog voor Duitse klanten gewerkt en wordt de dienstverlening niet langer aan lokale klanten aangeboden. Naar onze verwachting zal Duitsland & Oost-Europa over 2015 weer marktconforme resultaten kunnen leveren. De orderingang over de eerste negen maanden van 2013 bedroeg € 3.628 miljoen, nagenoeg in lijn met de gerealiseerde groepsomzet over deze periode van € 3.741 miljoen. Naar onze mening afdoende bewijs dat de klanten Imtech trouw blijven en dat uit dien hoofde geen vrees hoeft te zijn voor uitholling van de Investment Case. Tenslotte meldde het management dat de onderneming met haar belangrijkste financiers overeenstemming heeft bereikt over verlenging van de *covenant holiday*. Het vertraagde herstel in Duitsland maakt het feitelijk onhaalbaar om al per maart 2014 aan de gestelde voorwaarden te voldoen. Vandaar dat een half jaar uitstel kon worden bedongen. De voorwaarden van de nieuwe overeenkomst worden uiterlijk 18 maart a.s. bekendgemaakt, tegelijk met de jaarcijfers over 2013.

Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van € 0,20 naar € 0,10. Voor 2015 gaan wij vooralsnog uit van € 0,25 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 2,02 wordt thans 8,1 maal de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen Royal Imtech betaald. Wanneer het management erin slaagt de *turn around* in de loop van 2014 succesvol af te ronden, dan belooft Royal Imtech een van de meest kansrijke beleggingen van 2014/15 in ons universum te worden.

TKH Group (technische oplossingen voor telecom, bouw en industrie) rapporteerde tevredenstellende derde kwartaalcijfers. De omzet steeg met 11% van € 276,0 miljoen naar € 306,3 miljoen, welke toename nagenoeg geheel autonoom was. Met name de omzetgroei in Industrial Solutions van 23,5% sprak tot de verbeelding. De sterke groei van de orderingang binnen het segment bandenbouwsystemen naar een nieuw record in het derde kwartaal vormt het bewijs van de aantrekkelijkheid van de TKH-technologieën.

De EBITA steeg in het derde kwartaal van € 19,7 miljoen naar € 23,7 miljoen (+20,5%). Over de eerste negen maanden van 2013 nam de EBITA met 16,6% toe van € 56,9 miljoen naar € 66,4 miljoen. De Return on Sales (ROS) steeg eveneens, van 7,1% naar 7,7% in het derde kwartaal 2013 en van 7,1% naar 7,4% over de eerste negen maanden.

TKH meldde voorts een nieuwe 5-jarig gecommitteerde kredietfaciliteit van € 350 miljoen te zijn overeengekomen met de bestaande bankengroep. Deze faciliteit vervangt de vorige gecommitteerde kredietfaciliteit en termijnlening. De nieuwe faciliteit kent dezelfde financiële convenanten als de vorige, namelijk een maximale leverage ratio van 3,0 en

een minimale interest coverage ratio van 4,0. In de nieuwe kredietfaciliteit zullen bovendien de financiële lasten duidelijk lager uitvallen. De geactiveerde financieringskosten, die € 1,6 miljoen bedroegen en betrekking hadden op de vorige financieringsovereenkomst en die, op initiatief van TKH voortijdig is beëindigd, zullen in het vierde kwartaal 2013 als een eenmalige last worden afgeschreven. Daarnaast is, in het kader van de in de loop van dit jaar verder verslechterde marktomstandigheden in de bouw- en constructiesector binnen Europa en de daarmee gepaard gaande margedruk, besloten om een nieuw efficiency-programma door te voeren om het rendement op de omzet van met name Building Solutions te vergroten. Met dit programma zullen de operationele kosten jaarlijks met circa € 4 – 5 miljoen worden verlaagd. In Q4 2013 zal voor dit efficiency-programma en voor het afboeken van geactiveerde financieringskosten betreffende de beëindigde kredietfaciliteit een eenmalige last van circa € 6 – 7 miljoen worden genomen. Op basis van het gerealiseerde resultaat in de eerste negen maanden van 2013 en de vooruitzichten voor de komende maanden, handhaaft TKH de verwachting dat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, de nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten, over geheel 2013 binnen de eerder afgegeven range van € 52 tot € 57 miljoen zal uitkomen. Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel op respectievelijk € 1,45 voor 2013 en € 1,85 voor 2014. De aandelen TKH Group noteren tegen de huidige beurskoers van € 25,20 circa 13,6 maal de verwachte winst 2014.

Industrieel toeleverancier **Neways Electronics International** heeft in het derde kwartaal 2013 een verdere verbetering gezien van de positieve tendens die de Electronic Manufacturing Services markt (EMS) gedurende het tweede kwartaal kenmerkte. Mede hierdoor zijn de resultaten van Neways in het derde kwartaal ten opzichte van het tweede kwartaal 2013 verder verbeterd. De orderportefeuille bevestigt dit beeld en is per 30 september met bijna € 3 miljoen gestegen naar € 72,5 miljoen ten opzichte van 30 juni 2013. In vergelijking met het derde kwartaal vorig jaar nam de winstgevendheid flink toe bij een licht dalende omzet tot € 68,4 miljoen (2012: € 69,5 miljoen). De algehele positieve tendens in de afgelopen maanden in de EMS-markt heeft, in combinatie met de sluiting en herallocatie van de activiteiten van de werkmaatschappij in Echt (NEE), bijgedragen aan het verder optimaliseren van de capaciteitsbezetting die in de eerste jaarhelft was ingezet. Het overdragen van de klanten van NEE naar andere werkmaatschappijen binnen de groep is ondertussen geheel afgerond. De onbalans in de capaciteitsbezetting is bij het merendeel van de Neways-werkmaatschappijen in de afgelopen maanden grotendeels teruggebracht. De focus zal nu worden gelegd op het meer structureel naar een hoger niveau tillen van de bezetting. Ook verdere flexibilisering van de organisatie blijft een punt van aandacht. Zoals eerder werd aangekondigd is als gevolg van een grote brand bij Neways Electronics Kassel (NEK) de productie noodgedwongen stilgelegd. De productieactiviteiten voor klanten zijn ondergebracht bij andere Neways werkmaatschappijen. De gehele uitvoering van de overdracht verloopt volgens plan. De gesprekken met de bedrijfsverzekeraar verlopen constructief en negatieve beïnvloeding van het resultaat kan worden uitgesloten. Neways is niet voornemens de verwoeste capaciteit in Kassel te herbouwen. Daarmee verdwijnt een notoire verliesmaker uit de portfolio. Op basis van de geschetste positieve ontwikkelingen en de huidige marktvooruitzichten verwacht Neways een uitstekende tweede jaarhelft te realiseren. Hierbij zal het netto resultaat (exclusief bijzondere baten en lasten) in de tweede jaarhelft het niveau van het eerste halfjaar (€ 0,9 miljoen) ruimschoots overtreffen. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2013 van € 0,15 naar € 0,25 en die van 2014 van € 0,45 naar € 0,50 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 5,40 noteren de aandelen Neways Electronics International daarmee bijna 11 maal de verwachte winst 2014.

Maritiem aannemer **Koninklijke Boskalis Westminster** heeft een uitzonderlijk goed derde kwartaal afgesloten. De omzet, gecorrigeerd voor de verkoop van het 40%-belang in Archirodon, en de resultaten lagen in het derde kwartaal op een hoger niveau dan in het eerste en tweede kwartaal. De marktomstandigheden waren daarbij stabiel. De orderportefeuille is ten opzichte van het eerste halfjaar toegenomen tot een niveau van € 4,3 miljard, wederom gecorrigeerd voor het Archirodon-belang. Op basis van de huidige inzichten wordt een sterk tweede halfjaar verwacht. Naast een stabiel hoge werkbezetting en een goede operationele bijdrage, dragen de afwikkeling van enkele baggerprojecten en een langlopende materieel-gerelateerde verzekeringsclaim hier in belangrijke mate aan bij. Gelet op deze ontwikkelingen verhoogt Boskalis de winstverwachting en wordt voor 2013 thans rekening gehouden met een nettowinst van tenminste € 360 miljoen, waar voorheen werd uitgegaan van tenminste € 330 miljoen. Wij verhogen onze

taxatie van de winst per aandeel 2013 naar € 2,65 (voorheen: € 2,50) en naar € 2,95 voor 2014 (voorheen: € 2,85). De aandelen Boskalis noteren tegen de huidige beurskoers van € 36,- daarmee 12,2 maal de verwachte winst 2014.

Kendrion, wereldmarktleider in de ontwikkeling en productie van elektromagneten, rapporteerde licht tegenvallende cijfers over het derde kwartaal 2013. De groepsomzet nam over deze periode met 43% toe van € 68,1 miljoen tot € 97,1 miljoen, hetgeen volledig het gevolg was van de acquisitie van Kuhnke AG in mei van dit jaar. De EBITA steeg met 21% van € 5,3 miljoen naar € 6,4 miljoen, maar de toename van de nettowinst was met 4% van € 2,7 miljoen naar € 2,8 miljoen slechts marginaal. Over de eerste negen maanden van 2013 steeg de omzet met 16% van € 219,4 miljoen naar € 255,5 miljoen, maar daalde de EBITA van € 20,2 miljoen naar € 17,3 miljoen (-14%) en de nettowinst van € 11,0 miljoen naar € 8,6 miljoen (-22%). In het derde kwartaal was sprake van zwakke marktomstandigheden in met name de automotive sector. Daarenboven bleek het opstarten van enkele belangrijke automotive projecten in Duitsland en de Verenigde Staten langer te duren en meer kosten te vergen dan aanvankelijk werd aangenomen. Daarentegen was in de Industriële Divisie sprake van een licht aantrekkende markt. Kendrion meldde dat de integratie van Kuhnke op schema ligt. Het management deed geen uitspraak ten aanzien van het jaarresultaat 2013, maar benadrukte dat de richting waarin de onderneming koerst positief is, gegeven de pijlpijn van opdrachten, de omvang van het orderboek en het effect van de aanhoudende investeringen in innovaties.

Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2013 van € 1,35 naar € 1,20, maar handhaven onze prognose voor 2014 van € 1,85. Eind november meldde Kendrion dat de boete van € 34 miljoen zoals opgelegd door de Europese Commissie in 2005 in verband met een vermeende overtreding van de Europese anti-kartelwetgeving, definitief moet worden betaald. Omdat dit bedrag reeds volledig was voorzien, heeft deze uitspraak geen gevolgen voor de soliditeit van de balans en evenmin invloed op de door ons afgegeven taxaties. Kendrion wordt overigens in de gelegenheid gesteld een eis tot schadevergoeding in te dienen, vanwege de lange tijd die het wijzen van het definitieve vonnis heeft gevegd.

Tegen de huidige beurskoers van € 22,30 wordt circa 12 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Kendrion betaald, hetgeen wij een bescheiden waardering achten voor een onderneming met een unieke uitgangspositie in de niche-wereldmarkt van elektromagneten.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 december 2013 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	15,2%
ASM International	9,7%
Hunter Douglas	9,7%
Nedap	9,2%
Brunel International	8,2%
Acomo	7,6%
Koninklijke TenCate	6,5%
Royal Imtech	6,4%
Aalberts Industries	5,3%
TKH Group	3,2%
Liquiditeiten en overige	19,0%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Begin december vielen de wereldwijde aandelenmarkten licht terug na twee opeenvolgende maanden waarin de beurskoersen geleidelijk verder opliepen. Wij menen echter dat de onderliggende tendens van de markt onveranderd opwaarts gericht is en voorzien een goede start van het beleggingsjaar 2014.

Daarvoor pleit een in vergelijking met voorgaande jaren sterkere winstgroei van de ondernemingen in combinatie met (nog altijd) historisch lage rentetarieven.

Wij blijven evenwel selectief bij de uitbreiding van de portefeuille, omdat de fundamentele onevenwichtigheden in de internationale economie allerminst zijn verdwenen. Voor 2014 houden wij derhalve per saldo rekening met een meer volatiel koersverloop dan in het lopende jaar.

Ten aanzien van de perspectieven van onze portefeuille zijn wij optimistisch 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 maal en een bruto dividendrendement van ruim 2,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 december 2013