

MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2013

Inleiding

In de maand oktober kreeg de positieve beursstemming van de voorgaande maand een vervolg. De AEX-index steeg 4,6% naar 391,92, de Amsterdam Midkap-index klom 5,8% naar 605,78, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 0,9% toevoegde op 486,59.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 4,5% van € 30,43 naar € 31,80. Over de eerste tien maanden van 2013 bedraagt het totale netto beleggingsresultaat +4,7%.

Het fondsvermogen per 1 november 2013 bedraagt bijna € 64,8 miljoen, waarvan een bedrag van € 53,3 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquide positie maakt hierdoor 17,7% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 november 2013 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 31,96
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 31,80
Fondsvermogen	€ 64.760.475
Aantal uitstaande aandelen	2.036.451

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	+4,65	+36,80
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+17,42	-0,43
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+18,00	+7,94
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+22,37	-11,65

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/10/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/10/2013)

Peildatum: 31/10/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	UNIT4	+64,0	+34,1	+36,6	+19,9
2.	Aalberts Industries	+57,4	+29,5	+16,4	+11,9
3.	BE Semiconductor	+54,2	+12,9	-1,6	-10,2
4.	Kendrion	+48,3	+23,7	+11,0	+3,6
5.	Arcadis	+40,4	+10,1	+18,6	+9,4
6.	TKH Group	+33,6	+14,4	+14,0	+6,4
7.	Koninklijke TenCate	+31,0	+21,5	+23,5	+7,4
8.	Boskalis Westminster	+20,7	+12,2	+25,6	+8,3
9.	Acomo	+18,2	-2,4	+4,6	+4,0
10.	Koninklijke Brill	+18,1	+2,9	0,0	-2,2
11.	Brunel International	+16,7	+34,7	+19,6	+9,0
12.	Hunter Douglas	+13,0	+3,8	+3,9	+2,1
13.	Nedap	+1,8	-8,0	-0,7	-1,3
14.	ASM International	-0,3	-4,0	+2,6	-5,4
15.	Neways Electronics Int.	-21,6	+15,8	+15,4	+4,2
16.	Royal Imtech	-71,9	-35,5	+18,9	+8,2

- In oktober realiseerden 12 van de 16 deelnemingen (= 75%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 16 ondernemingen (= 81%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand voerden **UNIT4** en **Aalberts Industries** de lijst van sterkste stijgers aan. De sterke koersperformance van UNIT4 volgde op de interesse van private equity partijen die voornemens zijn een openbare bieding op de onderneming uit te brengen. De koersstijging van Aalberts Industries heeft het karakter van een *re-rating* van het aandeel door (inter)nationale beleggers;
- Twee ondernemingen noteren op jaarbasis een aanzienlijke negatieve totaalopbrengst. Onze qua omvang kleinste positie **Neways Electronics International** beschouwen wij als een *non-core holding*. Voor **Royal Imtech** zien wij op termijn een behoorlijk koerspotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In oktober hebben wij de posities in **ASM International**, **BE Semiconductor Industries**, **Hunter Douglas**, **Koninklijke Brill**, **Koninklijke TenCate**, **Royal Imtech** en **UNIT4** uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

UNIT4 (toonaangevende bedrijfssoftware en cloudapplicaties voor overheden en internationale organisaties) rapporteerde tevredenstellende cijfers over het derde kwartaal 2013. De groepsomzet nam met 5% toe tot € 116,0 miljoen, terwijl de EBITDA met 16% steeg van € 20,5 miljoen naar € 23,7 miljoen. Het aandeel in de groepsomzet van SaaS en abonnementen bleef bovenproportioneel stijgen met meer dan 40% tot € 17,6 miljoen, waarmee deze omzetcategorie inmiddels groter is dan die van de traditionele licentieomzet. Dit segment rapporteerde een beperkte omzetzak van 3% naar € 16,6 miljoen. Groeibriljant FinancialForce.com (cloudapplicaties), waarin UNIT4 een controlerend belang van 83% houdt, stelde wederom niet teleur met een omzettoename van bijna 80% ten opzichte van Q3 2012. Chris Ouwinga, co-CEO van UNIT4, stelde in een commentaar bijzonder tevreden te zijn over de progressie bij FinancialForce.com en dat een verdere robuuste omzetgroei zal worden nagestreefd, ook als dit betekent dat het moment van het bereiken van (structurele) winstgevendheid verder naar de toekomst wordt verschoven.

Het management handhaafde de eerder afgegeven prognose voor geheel 2013 van een procentueel enkelvoudige omzetgroei en een EBITDA in een bandbreedte van € 105 en 115 miljoen, exclusief FinancialForce.com en

reorganisatiekosten. Voor FinancialForce.com wordt voor dit jaar met een (aanloop)verlies van bruto € 10 miljoen gerekend. Dit zal naar verwachting eind 2015 omslaan in een positieve netto bijdrage.

Op 14 oktober meldde UNIT4 voorts dat het is benaderd door meerdere private equity partijen die voornemens zouden zijn om een overname van UNIT4 te bewerkstelligen tegen een (voorlopig) geïndiceerde maximumprijs van € 35,- per aandeel. In dit kader zijn ING Corporate Finance en Oppenheimer Europe als financiële adviseurs en De Brauw Blackstone Westbroek als juridische adviseur door UNIT4 aangesteld. Het is overigens nog geenszins zeker dat genoemde private equity partijen daadwerkelijk tot een bieding zullen overgaan. Vooralsnog gaan de meeste analisten ervan uit dat de genoemde maximumprijs onvoldoende is om een beursexit te realiseren. Hiervoor wordt eerder gedacht aan een prijsrange van € 40 – 42,- per aandeel.

Wij handhaven onze positie in UNIT4 in de top van de portefeuille, omdat wij ervan overtuigd zijn dat de onderneming, ook in het geval er geen bieding volgt op korte termijn, excellente resultaten zal weten te overleggen op middellange termijn. Een mogelijk zelfstandige notering van FinancialForce.com op Nasdaq zal het proces van waarde-ontsluiting daarbij ontegenzeggelijk doen versnellen.

ASM International (toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie) rapporteerde beter dan verwachte cijfers over het derde kwartaal 2013. De omzet nam op kwartaalbasis met 9% toe tot € 116,4 miljoen, terwijl het bedrijfsresultaat uitkwam op € 11,6 miljoen. De sterke groei in de omzet van (PE)ALD lag eens te meer ten grondslag aan de beter dan verwachte resultaten. De brutomarge bedroeg een tevredenstellende 39,1%. De orderingang was met € 112,2 miljoen ook licht beter dan de marktverwachting. Het inmiddels niet meer geconsolideerde 40%-belang in ASM PT kende een bijdrage van € 10,8 miljoen aan de resultaten, ofschoon er eenmalige accountinggerelateerde lasten ten bedrage van € 17 miljoen moesten worden verantwoord. Het netto werkkapitaal daalde van € 134 miljoen per medio 2013 naar € 108 miljoen per eind september jl. De cashpositie bedroeg per einde derde kwartaal € 304 miljoen, ofwel € 4,80 per aandeel.

Het management voorziet voor het vierde kwartaal een enkelvoudige procentuele omzettoename, terwijl voor de orderingang wordt uitgegaan van een kleine *double digit* groei, uitgaande van stabiele valutaverhoudingen. CEO Chuck del Prado bevestigde in de *conference call* naar aanleiding van de derde kwartaalcijfers dat de voor ASMI relevante single wafer- en mini-batch ALD en PEALD markten de komende 3 – 4 jaar in omvang kunnen verdubbelen. ASMI bekleedt een leidende positie in deze marktsegmenten.

Wij handhaven onze winsttaxaties van € 1,20 voor het lopende jaar, respectievelijk € 1,95 voor 2014. Tegen de huidige beurskoers van € 24,50 wordt derhalve 12,6 maal de getaxeerde winst 2014 voor de aandelen ASMI betaald.

Technisch en financieel detacheerder **Brunel International** rapporteerde solide cijfers over het derde kwartaal 2013. De groepsomzet nam met 6% toe van € 322,3 miljoen naar € 343,0 miljoen, terwijl de EBIT een stijging van 15% noteerde van € 19,6 miljoen naar € 22,5 miljoen. Met name de divisie Energy binnen Brunel Oil & Gas verraste in positieve zin met een omzetstijging van 32%, waardoor de voorziene teruggang in omzet in de Projects divisie van 44% ruimschoots werd gecompenseerd. Met een omzet van € 244 miljoen rapporteerde Brunel Oil & Gas een omzetstijging van 8% ten opzichte van Q3 2012. De brutomarge steeg bovendien van 10,8% naar 11,5%. Brunel Europe realiseerde een omzettoename van 3,1% van € 96 miljoen naar € 99 miljoen bij een nagenoeg gelijke brutomarge. Daarbinnen boekte Nederland een lichte 1% omzetgroei die echter gepaard ging met een 2,1% lagere brutomarge. Daarentegen kon in Duitsland de omzet met 9% groeien bij een stabiele brutomarge van 38,6%. De stijging van de overheadkosten bleef met 4% tot € 40 miljoen achter bij de omzettoename, waardoor de EBIT-marge kon stijgen van 6,1% naar 6,6%. Brunel handhaafde de bij de halfjaarcijfers afgegeven prognose van het jaarresultaat 2013: de groepsomzet en EBIT zullen naar verwachting in lijn liggen met die van 2012, terwijl als gevolg van een lagere belastingdruk de nettowinst circa 10% hoger zal uitkomen. Wij verhogen onze winsttaxaties voor 2013 en 2014 naar € 2,00 (voorheen: € 1,80), respectievelijk € 2,50 (voorheen: € 2,20), waarmee de aandelen Brunel International tegen de huidige beurskoers van € 46,00 op ruim 18 maal de verwachte winst 2014 worden gewaardeerd.

Koninklijke TenCate, de multinationale onderneming die textieltechnologie, chemische processen en materiaaltechnologie combineert bij de ontwikkeling en productie van functionele materialen met onderscheidende

eigenschappen, boekte in het derde kwartaal 2013 een autonome EBITA-toename van 11% vergeleken met het derde kwartaal van 2012. Deze toename kwam vrijwel geheel voor rekening van de sector Advanced Textiles & Composites. De terughoudende overheidsmarkt (infrastructuur en milieu) en afzwakkende groei in Azië hadden een drukkend effect op de omzet binnen de sector Geosynthetics & Grass. In het derde kwartaal realiseerden de marktgroepen TenCate Advanced Composites, TenCate Advanced Armour en TenCate Grass een groei van de omzet. De netto schuldpositie werd ten opzichte van de stand per medio 2013 met 23% teruggebracht van € 273,6 miljoen naar € 211,3 miljoen. Dit was mede mogelijk door gewijzigde aansturing van de onderneming, resulterend in een sterke cashflow, een goede beheersing van het werkkapitaal en een terughoudend investeringsniveau.

Binnen de sector Advanced Textiles & Composites bleef de omzet van TenCate Defender M (vlamwerende materialen in gevechtsuniformen voor legereenheden) op een laag niveau. Ondanks de verhoogde marktwerking voor TenCate Defender M buiten de Verenigde Staten had de toename van de omzet hier nog een beperkt effect op het geheel. De omzet van TenCate Tecasafe Plus (een met Defender M vergelijkbaar materiaal voor de industriële markt) bleef zich sterk ontwikkelen. TenCate Advanced Composites profiteerde van de toename van de productie voor zowel Airbus als Boeing. Ook bij andere toonaangevende OEM's in de vliegtuigindustrie waren de ontwikkelingen positief. De vraag vanuit de ruimtevaartindustrie bleef op een hoog niveau. De armourgerelateerde omzet steeg ten opzichte van het derde kwartaal 2012 dankzij groeiende omzet van de markt voor persoonlijke bescherming. De markt voor voertuigbepantsering bleef terughoudend, terwijl de productie voor aerospace armour zich conform de verwachting herstelde.

Binnen de sector Geosynthetics & Grass bleef de omzet van de marktgroep TenCate Geosynthetics in het derde kwartaal op hetzelfde niveau als in de vergelijkbare periode vorig jaar. In Europa en Noord-Amerika groeide de omzet. De druk op de overheidsbestedingen had echter een negatief effect op de marge vanwege afwezigheid van grote projecten. De omzet uit Azië bleef achter bij vorig jaar door een afzwakkende economische groei. TenCate Grass profiteerde van een hogere bezettingsgraad dankzij gunstige marktontwikkelingen en een toename van het marktaandeel. De vraag naar GreenFields MX (het 3D-geweven kunstgrassysteem) nam toe vanwege de onderscheidende innovatieve technologie.

Het management onthield zich van een prognose van het jaarresultaat voor geheel 2013. Wij handhaven onze taxatie van een winst per aandeel 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, inkjetgerelateerde textiele oplossingen en het ABDS-systeem in zicht komen. Tegen de achtergrond van dit perspectief achten wij de beurswaardering van bijna 14 maal de verwachte winst 2014 op basis van de huidige beurskoers van € 23,- niet overdreven hoog.

Aalberts Industries (Industrial Services & Flow Control) publiceerde haar traditionele kwalitatieve trading statement over het derde kwartaal van het lopende boekjaar. Aalberts meldde over deze periode dat zowel orders, orderboek, omzet als resultaat zijn gestegen ten opzichte van dezelfde periode van 2012. Er werd autonome groei gerealiseerd in zowel Industrial Services als de verschillende Flow Control-activiteiten. De focus op versterking van de organisatie, marketing- en verkoopaanpak, realisatie van de vele efficiencyprojecten om de marktpositie, de operationele marge en resultaten te verbeteren, werd gecontinueerd.

Voor Building Installations Europe bleven de markten uitdagend en vergelijkbaar met de eerste jaarhelft. Er werd verdere vooruitgang geboekt met de vele lopende initiatieven. Bij Building Installations North America was een toenemend herstel zichtbaar in de markten voor woningbouw en retail. Daarnaast was sprake van verdere groei van de vorig jaar geïntroduceerde kunststof en metalen verbindingssystemen, mede door de gezamenlijke marktaanpak. De Climate Control-verkoopactiviteiten zijn verder gebundeld en op elkaar afgestemd om te komen tot één systeemaanpak voor de eindgebruiker. De vele nieuwe product-/systeeminiciatieven zijn verder geïmplementeerd en maakten een goede voortgang.

Bij Flow Control Industrial/Oil & Gas was sprake van een divers beeld. De districtenergie, bier- en softdrinkindustrie en industriële activiteiten in Noord-Amerika deden het goed in het derde kwartaal. Bij de gasprojecten in Rusland bleef sprake van een vertraging in de orderstroom. Industrial Services realiseerde een goed derde kwartaal zowel in orders, omzet als resultaat. De Duitse automobielenindustrie, de machinebouw en turbine- & vliegtuigindustrie bleven op een

stabiel goed niveau, terwijl de halfgeleidermarkt verder verbeterde. Er was sprake van een geleidelijk herstel van de activiteiten ten behoeve van Franse *key accounts* in de automobiel- en metalektronomie.

Het management handhaafde de prognose voor het gehele jaar 2013. De omzet en het bedrijfsresultaat (EBITA) zullen toenemen en de winst per aandeel zal over geheel 2013 in lijn liggen met 2012 – onvoorziene omstandigheden daargelaten. De investeringen zullen op hetzelfde hoge niveau uitkomen als in 2012, te weten ruim € 100 miljoen.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2013 op € 1,45 (2012: € 1,40). Voor 2014 hanteren wij vooralsnog een prognose van € 1,55 (+7%), waarbij de positieve bijdrage van mogelijk een of meer acquisities niet is inbegrepen. Tegen de huidige beurskoers van € 22,00 worden de aandelen Aalberts Industries gewaardeerd op ruim 14 maal de verwachte winst 2014 en bedraagt het dividendrendement circa 1,8%.

Internationaal ingenieursbureau **Arcadis** verraste in positieve zin met een sterke performance over het derde kwartaal 2013. Onder aanvoering van de Noord-Amerikaanse activiteiten werd een autonome omzettoename van 4% gerealiseerd in vergelijking met Q3 2012. Daarbij steeg de operationele EBITA met 10% van € 47,1 miljoen naar € 51,8 miljoen, hetgeen de operationele marge deed stijgen van 9,9% naar 10,9%, dat is boven de groepsdoelstelling van 10%. Over de eerste negen maanden van 2013 werd een nagenoeg gelijke bruto omzet van € 1.873 miljoen gerealiseerd met een operationele EBITA van € 138,0 miljoen, +7% ten opzichte van de eerste negen maanden van 2012. Een deel van de margeverbetering is terug te voeren tot het 'Project Europe' kostenbesparingsprogramma dat op jaarbasis inmiddels met een impact van € 20,5 miljoen voorligt op schema.

Het management verhoogde de winstprognose van het lopende boekjaar met 3 – 6% onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2013 naar € 1,53 van € 1,45 (2012: € 1,46) en handhaven onze taxatie van € 1,65 voor 2014. Tegen de huidige beurskoers van € 23,50 noteren de aandelen Arcadis een multiple van ruim 14 maal de getaxeerde winst 2014.

BE Semiconductor Industries (toeleverancier aan de back-end van de halfgeleiderindustrie) rapporteerde tegenvallende cijfers over het derde kwartaal 2013. De groepsomzet daalde met 9,7% van € 72,4 miljoen naar € 65,4 miljoen, terwijl de EBITDA een terugval van bijna 29% kende van € 10,5 miljoen naar € 7,5 miljoen. De marktomstandigheden verslechterden sterker in de loop van het kwartaal dan aanvankelijk werd verwacht. Zo daalde de SEMI assembly equipment *book-to-bill ratio* van 1,26 per eind juni naar 0,68 aan het einde van Q3 2013. Ook BESI's orderingang vertoonde een soortgelijke teruggang, te weten met 41,7% van € 82,7 miljoen naar € 48,2 miljoen. De verklaring voor deze verslechtering is, naast het gebruikelijke seizoenseffect, terughoudendheid bij Aziatische subcontractors die in de eerste helft van het jaar hun capaciteit nog aanzienlijk hadden uitgebreid. Dit patroon van uiterst volatiele aankopen (opbouw in H1, vertraging in H2) is de laatste drie jaar al zichtbaar en, volgens CEO Richard Blickman, het gevolg van de onzekerheid met betrekking tot de mondiale economische groeivoorzichten. Dit patroon wordt bovendien nog versterkt door consumentenbestedingen in smartphones en tablets die juist in de tweede jaarhelft het sterkst groeien. BESI reageert op deze volatiele en onzekere marktomstandigheden door consequent de product mix van advanced packaging systemen te verbeteren en de kostenbasis te verlagen, teneinde in een teruglopende markt het break even point te kunnen verlagen en in een oplopende markt omzet- en winstmaximalisatie te kunnen realiseren. Dat BESI erin slaagt deze strategie te laten werken, moge blijken uit de omzet- en resultaatsontwikkeling over de eerste negen maanden van het lopende boekjaar. Ofschoon de omzet over deze periode met 7,1% daalde van € 217,4 miljoen naar € 201,9 miljoen, kon de nettowinst fractioneel stijgen van € 14,6 miljoen naar € 14,7 miljoen als gevolg van 4,8% lagere overheadkosten en een belangrijk lagere belastingdruk.

Op basis van de meest recente inzichten voorziet het management een omzetsdaling van circa 20% in Q4 2013 ten opzichte van Q3 2013, maar dat desondanks winstgevend zal worden geopereerd. Bovendien is volgens het management in het lopende vierde kwartaal een herstel van de orderingang waarschijnlijk, vooruitlopend op weer aantrekkende bestedingen in 2014. Tegen deze achtergrond verlagen wij onze winsttaxatie 2013 van € 0,60 per aandeel naar € 0,45 (2012: € 0,52) en handhaven wij de 2014 taxatie op € 1,00 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 8,- noteren de aandelen BESI thans 8 maal de verwachte winst 2014.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 november 2013 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	13,7%
Hunter Douglas	9,0%
Nedap	9,0%
ASM International	8,4%
Brunel International	7,7%
Acomo	7,6%
Koninklijke TenCate	6,1%
Royal Imtech	5,7%
Aalberts Industries	5,1%
TKH Group	2,5%
Liquiditeiten en overige	25,2%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De positieve beursstemming bleef bij de start van de maand november intact, zij het dat de omzetten niet bijzonder hoog zijn. 'There Is No Alternative' (voor een belegging in aandelen), ofwel het verschijnsel TINA, lijkt momenteel de markt in zijn greep te houden. Dit zou de laatste twee maanden van 2013 tot verder oplopende beurskoersen kunnen leiden.

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 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 het lopende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen koers/winstverhouding van circa 13 maal en een bruto dividendrendement van ruim 2%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 6 november 2013

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen