

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2014

Inleiding

De maand september werd eens te meer gekenmerkt door een wisselend koersbeeld. Per saldo steeg de AEX-index met 1,9% naar 421,14 en klom de Amsterdam SmallCap Index met 2,3% naar 582,13. Daarentegen leverde de Amsterdam Midkap Index 1,5% in op 599,18.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in september met 0,7% van € 31,94 naar € 31,71.

Over de eerste negen maanden van 2014 bedraagt het totale beleggingsresultaat (koerswinst plus dividend minus kosten) -1,8%.

Het fondsvermogen per 1 oktober 2014 bedraagt € 61,3 miljoen, terwijl een bedrag van € 63,5 miljoen is belegd in 14 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 3,6% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 31,87
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 31,71
Fondsvermogen	€ 61.345.402
Aantal uitstaande aandelen	1.934.521

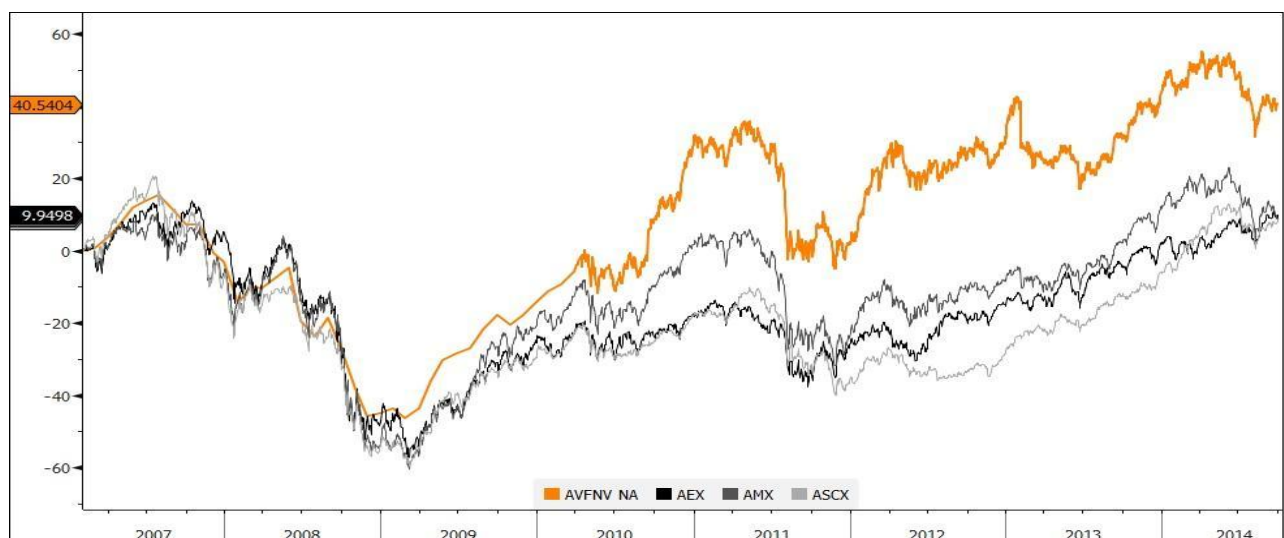
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van dividenden (vanaf 1 februari 2007) en is uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	-1,84	+39,64
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+7,40	+9,95
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	-2,94	+9,04
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+15,04	+8,21

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/09/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/09/2014)

Peildatum: 30/09/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Neways Electronics Int.	+94,1	+20,5	-8,2	-5,2
2.	BE Semiconductor Ind.	+56,9	+24,8	+8,1	+4,4
3.	Kon. Boskalis Westminster	+36,2	+11,5	+6,4	+1,8
4.	Arcadis	+24,0	-6,1	+4,2	+4,3
5.	TKH Group	+15,0	+0,4	+2,2	-0,9
6.	Koninklijke Brill	+13,7	+8,7	+0,2	+4,6
7.	Acomo	+13,0	+0,2	+5,6	0,0
8.	ASM International	+12,0	-1,2	-5,0	-2,6
9.	Hunter Douglas	+7,0	-3,4	-3,6	+0,3
10.	Aalberts Industries	+4,2	-18,9	-13,9	-2,7
11.	Nedap	0,0	-4,2	-1,8	+0,7
12.	Kendrion	-1,0	-11,1	-12,9	-3,7
13.	Koninklijke TenCate	-6,5	-12,7	-0,3	+3,7
14.	Brunel International	-8,7	-28,7	-14,9	-3,4

- In september realiseerden 7 van de 14 deelnemingen (= 50%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 11 van de 14 ondernemingen (= 79%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **Arcadis**, **BESI** en **Koninklijke Brill** bovengemiddeld in de portefeuille. Arcadis troefde Nippon Koei af in de overnamestrijd om Hyder Consulting. BESI kan staat maken op een sterk winstmomentum en een hoog dividendrendement, welk laatste argument ook van toepassing is op Koninklijke Brill;
- Deelnemingen die als meer cyclisch te boek staan, zoals **Aalberts Industries**, **Brunel International**, **Kendrion** en **Koninklijke TenCate**, hebben op 1 tot 6 maandsbasis fors terrein verloren. De vooruitzichten met betrekking tot omzet- en winstgroei zijn voor deze ondernemingen niettemin als gunstig aan te merken.

Mutaties in de portefeuille

In september vonden geen mutaties in de portefeuille plaats.

Bedrijfsnieuws

Aalberts Industries (Industrial Services & Flow Control) meldde in totaal 85,97% op volledig verwaterde basis van de uitgegeven en uitstaande aandelen Impreglon SE te hebben verworven. Impreglon is specialist op het gebied van oppervlaktebehandelingen en heeft een jaarlijkse omzet van circa € 140 miljoen. De resultaten van Impreglon zullen met ingang van 1 oktober 2014 worden geconsolideerd en direct bijdragen aan de winst per aandeel. De overname zal worden gefinancierd uit kredietfaciliteiten. De overname van Impreglon is de derde acquisitie van Aalberts Industries in 2014. In maart werd Nexus Valves (USA) overgenomen, waarmee circa US\$ 20 miljoen omzet werd toegevoegd. In juli volgde de Flamco Group, een belangrijke producent van expansievaten, toebehoren en bevestigingstechnologie met een jaaromzet van ongeveer € 125 miljoen. De drie overnames voegen ruim 13% toe aan de groepsomzet (2013: € 2.040 miljoen). Over het komende boekjaar zullen zij volledig bijdragen aan de groepsomzet en de resultaten.

Wij taxeren een extra bijdrage aan de winst per aandeel van circa € 0,03 in de tweede helft van 2014 en van circa € 0,10 in 2015. Tegen de huidige beurskoers van € 19,70 wordt thans 12,7 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Aalberts Industries betaald. Het dividendrendement komt, bij een pay-out percentage van 30%, op 2,4%.

TenCate Advanced Composites, toonaangevend wereldwijd producent van composietmaterialen, kondigde plannen aan voor de groei en uitbreiding van apparatuur en faciliteiten in haar fabriek in Langley Mill (Nottingham, Verenigd Koninkrijk) als onderdeel van haar groeistrategie. De Britse fabriek zal een *centre of excellence* zijn voor

thermohardende chemische systemen ten behoeve van de regio EMEA (Europa, Midden-Oosten en Afrika). Substantiële investering voorziet in aanvullende productiemiddelen en capaciteit voor op weefsel en UD-tape gebaseerde producten, die bij uitstek geschikt zijn voor toepassing in bestaande markten als de Formule 1-autosport, de automotive sector en industriële markten. De upgradering onderstreept bovendien dat TenCate zich aan haar klanten verplicht om de ruimtevaart, satelliet- en radomemarkt en specifieke hogetemperatuurtoepassingen voor eindgebruikers in de luchtvaart te ondersteunen. Na de overname van Amber Composites in januari 2013 heeft TenCate strategieën en plannen opgesteld om de groei binnen haar doelmarkten te ondersteunen en verder te bouwen op een sterke portfolio van bestaande producten die zich bewezen hebben. Dit geldt ook voor de TenCate AmberTool HX-serie toolingsprepregs en gepreïmpregneerde materialen voor auto's in het hogere segment. De Britse vestiging van TenCate Advanced Composites en de extra toename van zowel de capaciteit als productiemiddelen zijn volgens planning medio 2015 voltooid. Met deze investering brengt TenCate de productietechnologie en capaciteit in Europa meer in balans met die van de bedrijven van TenCate Advanced Composites in Noord-Amerika, die de afgelopen jaren een aanzienlijke groei hebben doorgemaakt. Wij hanteren een getaxeerde winst per aandeel 2014 van € 1,00 voor Koninklijke TenCate (2013: € 0,72). Tegen de huidige beurskoers van € 18,90 wordt daarmee circa 19 maal de verwachte winst voor de aandelen TenCate betaald. Gezien de goede perspectieven voor een solide opbrengsten- en winstgroei in de komende jaren, voorzien wij op termijn een terugkeer naar de topwinsten van 2010 en 2011, toen circa € 2,00 per aandeel werd verdiend. TenCate Advanced Composites speelt in dit perspectief een leidende rol, gezien haar toonaangevende positie in de markt.

Neways Electronics International, internationaal actief in de EMS-markt, Electronics Manufacturing Services, meldde het afronden van de overname van BuS Group. BuS levert elektronische oplossingen voor de EMS-markt en biedt hoogwaardige expertise op het gebied van technologie en ontwikkeling met een hoge mate van servicegerichtheid. BuS heeft circa 900 werknemers in dienst, waaronder 50 ontwikkelaars. De cijfers van BuS worden met terugwerkende kracht vanaf 1 juli geconsolideerd. Het gaat in operationele zin uitstekend bij BuS. Voor geheel 2014 gaat Neways voor BuS uit van een omzet van € 118 miljoen en een EBIT-marge van 6%. In het eerste halfjaar 2014 hebben de resultaten van BuS de verwachtingen overtroffen. Neways verwacht belangrijke synergievoordelen te behalen met deze overname. De strategie van beide ondernemingen sluit nauw op elkaar aan en de klantenbasis, marktsegmenten en activiteiten zijn complementair. Met de overname is Neways doorgedrongen tot de Top-5 op de Europese markt van EMS-bedrijven. De overname is gefinancierd met zowel eigen als vreemd vermogen. Deze combinatie betreft verhoging van de bestaande kredietfaciliteiten van € 30 miljoen naar € 50 miljoen, uitgifte van achtergestelde converteerbare obligatieleningen ter waarde van € 5 miljoen en een onderhandse plaatsing van nieuwe aandelen bij de huidige aandeelhouders van BuS Group. De aandelenuitgifte betrof een uitbreiding van 9,9% van het uitstaande aandelenkapitaal en vond plaats tegen € 6,85 per aandeel, zijnde rond het koersniveau ten tijde van de start van de overnamebesprekingen in april jl. Op de nieuw geplaatste aandelen rust een *lock up* van 18 maanden, ingaande op 30 september 2014. Wij taxeren voor geheel Neways een winst per aandeel 2014 van circa € 0,65 (H1 2014: € 0,30) over het vergrote aandelenkapitaal. Bij een volledige BuS-bijdrage in 2015 kan bij gelijkblijvende marktomstandigheden zeker € 1,00 worden gehaald, mede door een lagere belastingdruk omdat de Duitse winstbijdrage voorlopig netto-voorbruto is vanwege beschikbare verliescompensatie. Het management geeft hoog op van de synergievoordelen met BuS: 'We kunnen veel van elkaar leren'. In ieder geval zal de Chinese productiecapaciteit beter zijn bezet, neemt de toegang tot nieuwe klanten in de Duitse automotive industrie toe en is er meer ontwikkelcapaciteit (+50 ingenieurs in Erfurt). De investeringen blijven relatief hoog, onder andere door uitbreiding van het magazijn in Slowakije. Tegen de huidige beurskoers van € 8,25 wordt 12,7 maal de getaxeerde winst 2014 voor de aandelen Neways betaald. Indien de integratie goed wordt uitgevoerd en de wereldeconomie niet terugvalt, ontstaat in 2015 een comfortabelere uitgangssituatie. Met dan een volledig jaar winstbijdrage van BuS, kan de winst per aandeel doorgroeien naar € 1,00, waarmee de aandelen bescheiden zijn gewaardeerd. Uitgaande van een pay-out ratio van 30% van de nettowinst, komt het dividendrendement alsdan op 3,6%.

Internationaal ingenieursbureau **Arcadis** meldde de overname van Franz Environmental Inc. met hoofdkantoor in Toronto, Canada. Franz heeft meer dan 100 consultants in dienst en bezit zes kantoren in Canada. De jaarlijkse omzet bedraagt C\$ 20 miljoen, ofwel ruim € 14 miljoen. Aansluitend op de acquisitie van SENES in 2013, is het aantal medewerkers in Canada daarmee toegenomen tot 360, waarmee Arcadis (semi-)overheids- en particuliere klanten bedient, onder andere in de mijnbouw en de olie- en gasector. Deze kleinere acquisitie volgt op het vorige maand geuite voornemen tot overname van Callison, een consultant op het gebied van architectuur en design met kantoren in de Verenigde Staten, China, Europa, het Midden Oosten en Mexico. Callison is op projectbasis actief in meer dan 25 landen en realiseert met meer dan 1000 medewerkers een jaarlijkse omzet van US\$ 167 miljoen. Arcadis zal de aandelen in Callison overnemen van private equity onderneming Blue Point Capital, alsmede van het management en key medewerkers. Het voornemen bestaat de kennis en positionering van Callison te bundelen met die van Arcadis-dochter RTKL, welke Arcadis in 2007 overnam en die sindsdien uitstekend heeft gepresteerd. Arcadis zal de acquisitie financieren door middel van een nieuwe 5-jaarslening van US\$ 120 miljoen plus bestaande cashreserves. De overnameprijs ligt in lijn met *multiples* zoals Arcadis die eerder betaalde voor soortgelijke overnames en is gebaseerd op een genormaliseerde EBITA van US\$ 25 miljoen. De overname zal naar verwachting in het derde kwartaal worden afgerond en zal direct bijdragen aan de winst per aandeel. De aan de overname gerelateerde kosten bedroegen US\$ 3,5 miljoen en zijn deels in het tweede kwartaal genomen en zullen voor het restant in Q3 ten laste van de resultaten komen. Arcadis lijkt tenslotte de eerder geannonceerde overname van Hyder Consulting, een op de Engelse beurs genoteerde collega-onderneming, definitief te kunnen realiseren. In eerste instantie bood Arcadis 650 pence voor een aandeel Hyder, waarna het Japanse Nippon Koei een hoger bod lanceerde van 680 pence. Na ampel overleg besloot Arcadis hierop een knock-out bieding van 730 pence te doen, welke direct werd gecombineerd met de aankoop van een belang van 15,6% van de aandelen Hyder Consulting tegen de hogere biedprijs. In extremis verhoogde Arcadis de bieding begin september naar 750 pence en verwierf tegen deze koers een pakket van 9,6% van een grootaandeelhouder. Na deze aankoop houdt Arcadis 28,2% van de aandelen Hyder Consulting. Hiermee komt de overnameprijs op circa GBP 296 miljoen, ofwel 15,3% hoger dan de aanvankelijk door Arcadis geboden prijs die door de markt al als 'stevig' was aangemerkt. In elk geval is Hyder Consulting met een exit EV/EBIT van 16,4x de duurste overname van een beursgenoteerde UK-consultant in de geschiedenis. De groepsomzet van Arcadis zal hierdoor met circa 15% zal toenemen. De strategische rationale is uitstekend. Met name verwerft Arcadis een presentie in Australië, waar Hyder 26% van de opbrengsten realiseert, en in welke markt Arcadis ondervertegenwoordigd is. Hyder is sterk op het gebied van design & engineering en kan uit dien hoofde een waardevolle aanvulling op de Arcadis dienstenportefeuille leveren. In eerste instantie zal Arcadis de overname financieren door middel van een zogenaamde *bridge loan*. Binnen twee jaar verwacht het management een ROIC van 10% op de transactie te realiseren, waardoor uiteindelijk de overname een sterk winstverhogende invloed zal hebben. Hiermee borduurt Arcadis verder op een sterk track record van acquisities, waar in een eerder stadium onder andere EC Harris in 2011 een grensverleggende overname was. Wij sluiten overigens een aandelenuitgifte ter mede-financiering van de beide acquisities in een later stadium allerm minst uit. Wij handhaven vooralsnog 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 € 24,80 wordt daarmee 15,0 maal de verwachte winst voor de aandelen Arcadis betaald en komt het verwachte dividendrendement op 2,5%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	14,1%
Hunter Douglas	11,0%
Nedap	10,8%
Acomo	9,5%
TKH Group	8,9%
Brunel International	8,1%
Aalberts Industries	7,9%
Kendron	7,6%
BE Semiconductor Industries	7,4%
Koninklijke TenCate	5,6%
Overige 4 deelnemingen	12,7%
Totaal	103,6%

Vooruitzichten

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

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2014 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van circa 14,4 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 7 oktober 2014

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen