

MAANDBERICHT OVER MAART 2014

Inleiding

De maand maart sloot per saldo af met licht hogere beurskoersen. De AEX-index steeg met 1,2% naar 403,21, de Amsterdam Midkap-index klom 0,5% naar 667,74, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 3,3% vooruitging naar 578,02. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg in maart 2,3% van " 34,37 naar " 35,17. Over de eerste drie maanden van 2014 bedroeg de stijging van de intrinsieke waarde per aandeel 6,2%.

Het fondsvermogen per 1 april 2014 bedraagt " 69,8 miljoen, waarvan een bedrag van " 60,1 miljoen is belegd in 15 ondernemingen. De liquide positie maakt hierdoor 13,8% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	" 35,35
Intrinsieke waarde per aandeel	" 35,17
Fondsvermogen	" 69.776.154
Aantal uitstaande aandelen	1.983.770

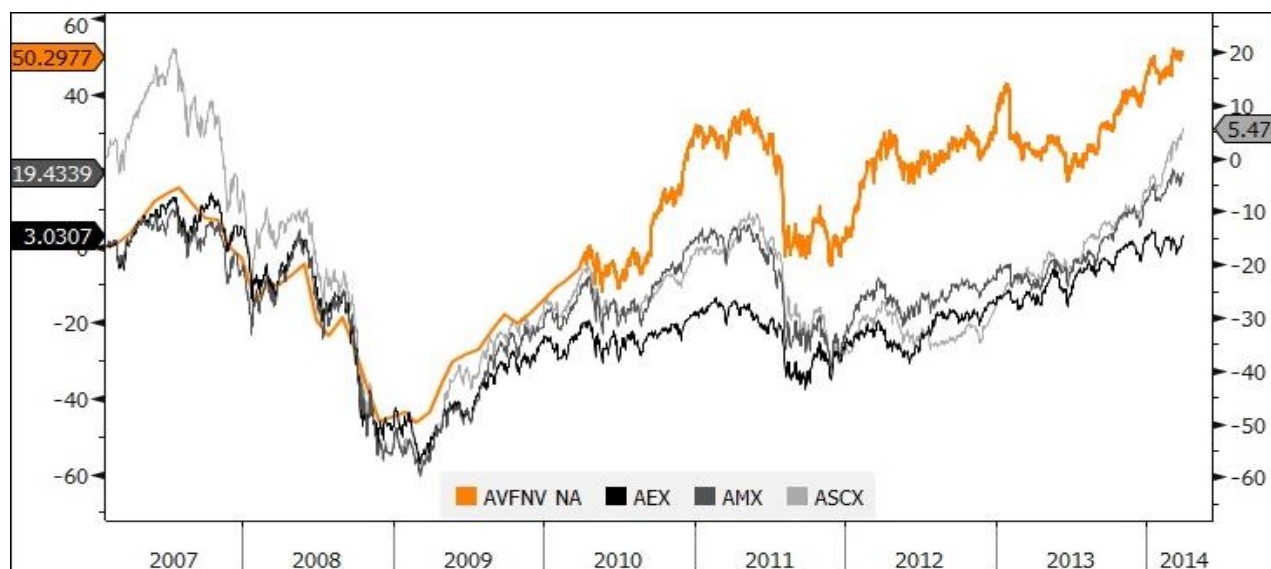
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van dividenden (vanaf 1 februari 2007) en is uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	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	+6,19	+50,28
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+0,64	+3,03
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+6,31	+19,43
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+12,14	+5,48

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/03/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/03/2014)

Peildatum: 31/03/2014

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+67,3	+25,7	+36,5	+10,0
2.	Neways Electronics Int.	+63,5	+61,2	+11,7	-4,2
3.	Brunel International	+54,6	+28,0	+14,4	+10,5
4.	Aalberts Industries	+45,0	+28,5	+9,2	+3,3
5.	Kendrion	+30,9	+11,4	+4,2	-0,8
6.	Arcadis	+29,3	+32,0	+9,0	+1,9
7.	Boskalis Westminster	+29,0	+22,1	+4,1	+10,2
8.	TKH Group	+25,5	+14,5	-0,2	-0,2
9.	Koninklijke TenCate	+22,0	+7,1	-2,4	-6,9
10.	Acomo	+12,8	+12,8	+7,7	+5,0
11.	Hunter Douglas	+12,5	+10,7	+6,2	+3,0
12.	ASM International	+12,5	+13,4	+21,6	+4,0
13.	Koninklijke Brill	+8,5	+4,6	+3,9	+0,7
14.	Nedap	-3,8	+4,4	+2,6	+2,3
15.	Royal Imtech	-43,4	-0,8	-6,7	-0,2

- In maart realiseerden 10 van de 15 deelnemingen (= 67%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 13 van de 15 ondernemingen (= 87%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand waren **Brunel International**, **Koninklijke Boskalis Westminster** en **BE Semiconductor Industries** de sterkste stijgers in de portefeuille. Brunel en BESl uitten zich in positieve zin over de perspectieven voor het lopende jaar. De koersstijging van Boskalis was mede te danken aan de opname in de AEX-index per 1 maart jl.;
- **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 maart hebben wij de posities in **Koninklijke Brill**, **Kendrion** en **TKH Group** verder uitgebreid. Het belang in **UNIT4**, dat goed was voor een weging van circa 15% in de portefeuille, werd verkocht in het kader van de overname door Advent International.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas (wereldmarktleider in raambekleding, producent van architectonische producten) rapporteerde over 2013 een nettowinst van US\$ 107,1 miljoen, een stijging van 5,9% ten opzichte van 2012 toen US\$ 101,1 miljoen werd verdiend. De groepsomzet steeg met 1,9% van US\$ 2.588 miljoen naar US\$ 2.636 miljoen. In het vierde kwartaal 2013 steeg de omzet met 2,4% van US\$ 665 miljoen naar US\$ 681 miljoen. Deze omzetstijging werd met name gedragen door de Noord-Amerikaanse markt (+7%), goed voor 41% van de groepsomzet. In Europa (38% van de groepsomzet) kromp het volume van de omzet nog jaar-op-jaar met 3%, maar zorgde de sterke euro voor een gelijke geldomzet in vergelijking met Q4 2012. Daarmee lijkt Europa geleidelijk uit het dal te komen: over geheel 2013 daalde het volume van de omzet nog met 5% en was er een positief valuta-effect van 2%. Overigens dient te worden bedacht dat circa 20% van de omzet uit Europa . in 2013 circa US\$ 200 miljoen op een totale omzet van ruim US\$ 1 miljard . wordt gerealiseerd in het Midden-Oosten. De groep meldde daarbij met name goede progressie te boeken in Saoedi-Arabië. In Latijns Amerika (10% van de groepsomzet) boekte Hunter Douglas vorig jaar een fraaie volumestijging van de omzet (+10%), welke echter voor 6% werd geneutraliseerd door de zwakke lokale valuta. In Azië (7% van de groepsomzet)

werd 5% volumegroei geboekt, waarvan 2% weglekte door de valuta-omrekening. De groei in China stond onder druk, maar bleef hoog in omringende markten Zuid-Korea, Japan en Vietnam. Daarnaast waren er nog opstartproblemen bij de nieuwe productielocaties in China en India. Australië (4% van de groepsomzet) presteerde tevredenstellend qua volumegroei (+5%), maar werd hard getroffen door de zwakke valuta (-7%). In de cijfers over het vierde kwartaal 2013 bleken twee winstdrukkende effecten te zijn verwerkt. Allereerst was er een sterke (+16%) stijging van de verkoop- en marketingkosten ter grootte van bijna US\$ 20 miljoen. Deze investering was met name ingegeven door een versterking van de verkoopondersteuning in de Verenigde Staten, onder andere via een contract met Salesforce.com. Daarnaast waren er eenmalige reorganisatielasten ten bedrage van US\$ 11,5 miljoen (Q4 2012: US\$ 37,1 miljoen) voor de stroomlijning van de productiecapaciteit in Europa en Australië. Hierdoor kwam de winst per aandeel uiteindelijk lager uit dan onze taxatie, namelijk op " 2,32 (2012: " 2,24), waar wij uitgingen van " 3,00. Er wordt een onveranderd contant dividend van " 1,25 per aandeel voorgesteld. Voor 2014 voorzien wij een verdere stijging van de winst per aandeel naar circa " 3,00 (+29%). Deze zal voornamelijk gedragen worden door efficiencyverbeteringen en voor een beperkter deel door autonome omzetgroei. Het management verwacht veel van het verbeterde distributiemodel in de Verenigde Staten, waar een steeds groter deel van de hoogst renderende omzet via in HD-producten gespecialiseerde afzetkanalen wordt gerealiseerd. Voor Europa houdt men onverkort rekening met lastige marktomstandigheden zolang de huizenmarkt en de koopkracht onder druk staan. Uitzondering is het Verenigd Koninkrijk alwaar sprake is van marktherstel. Op het gebied van cashgenererend vermogen blijft Hunter Douglas imponeren. De operationele cashflow werd met bijna 43% opgevoerd van US\$ 154 miljoen naar US\$ 220 miljoen, vooral als gevolg van een strakker voorraadbeheer. De netto rentedragende schuld daalde met ruim 22% van US\$ 476 miljoen naar US\$ 369 miljoen. Bestuursvoorzitter Ralph Sonnenberg zegde toe dat zodra de Net debt/EBITDA verhouding het niveau van 1 bereikt (2013: 1,4), een extra dividenduitkering of inkoop eigen aandelen weer zal worden overwogen. Voor 2014 zal een forse stap in deze richting kunnen worden gezet. De geplande investeringen van circa US\$ 70 miljoen (2013: US\$ 69 miljoen) zullen wederom ruimschoots onder de afschrijvingen blijven van circa US\$ 80 miljoen (2013: US\$ 83 miljoen). Tegen de huidige beurskoers van " 34,- worden de aandelen Hunter Douglas derhalve verhandeld tegen ruim 11 maal de getaxeerde winst 2014. Op basis van de bestaande dividenduitkering komt het dividendrendement op 3,7%.

Detacheerder **Brunel International** wist over 2013 wederom recordresultaten te genereren, zowel in de wereldwijd opererende Energy divisie als in de als moeizaam te kenschetsen Europese detacheringmarkt. Over geheel 2013 boekte Brunel een omzet van " 1,283 miljoen, een stijging van 4% ten opzichte van 2012 (" 1.237 miljoen). De Energy divisie trok de kar met een krachtige 28% omzetgroei, welke wereldwijd werd gerealiseerd. Brunel Germany groeide met 10%, terwijl de Nederlandse omzet per saldo met 1% daalde, ofschoon het aantal medewerkers op jaarbasis alweer met 1% toenam, anticiperend op hernieuwde groei. De Project-divisie noteerde een omzetsdaling van 49%. Brunel ondervond het afgelopen jaar enige hinder van de sterke euro. Op basis van gelijke valutaverhoudingen zou de groepsomzet in 2013 met 8% in plaats van 4% zijn gegroeid. Door het lagere aandeel in de winst van de Project-divisie kwam de belastingdruk op groepsniveau lager uit op 31,1% (2012: 35,9%). De nettowinst steeg per saldo met 12% van " 44,1 miljoen naar " 49,5 miljoen, per aandeel van " 1,85 naar " 2,04. Het voorgestelde dividend per aandeel werd met 10% verhoogd van " 1,00 naar " 1,10. De managementstructuur werd versterkt doordat de Raad van Bestuur met drie nieuwe leden werd vergroot. Alle drie, Jeroen Ekkel (COO Europa), Peter de Laat (CFO) en Arjan de Vries (COO Energy), zijn afkomstig uit de eigen rangen. CEO Jan Arie van Barneveld lijkt daarmee tijdig in te spelen op een mogelijk aanstaand vertrek. Niet nadat hij vermoedelijk ook over 2014 weer nieuwe recordresultaten zal weten te overleggen. In een toelichting schetste de beoogde nieuwe CFO, Peter de Laat, een perspectief waarin Brunel in staat is de komende vijf jaar te groeien naar " 2 miljard omzet (2013: " 1,28 miljard). De belangrijkste pijlers voor de jaarlijkse 10%+ omzetgroei zijn de divisies Oil & Gas (Energy) en Duitsland. Door een verder toegenomen *operational excellence* (One Brunel, One IT), een nichebenadering en het continue investeren in kwaliteit zullen de marges geleidelijk verbeteren. De traditionele Energy-tak (ruim 80% van de totale omzet van " 894 miljoen van Oil & Gas) groeide in 2013 met gemiddeld 28% naar ruim " 750 miljoen. De komende jaren wordt in dit segment een groei van tenminste 15% op jaarbasis voorzien, waarmee deze divisie uiterlijk in 2016 de omzetgrens van " 1 miljard gaat doorbreken. Deze wederkerende omzet (contracten met een looptijd van vijf jaar op kost+ basis) is dus een belangrijke en stabiele groeidriver voor de groep en gaat aanzienlijk bijdragen aan de positieve kasstroom. Deze groei wordt overigens niet

negatief beïnvloed door de capex verlagingen van de *oil majors*, omdat de vraag nog steeds veel hoger ligt dan de beschikbare capaciteit. Daarnaast zullen de lokale oliebedrijven veel meer gaan investeren zodat de wereldwijde capex per saldo onveranderd blijft. Brunel zal gaan profiteren van deze verschuiving vanwege haar wereldwijde kantorennetwerk. Tevens zal Brunel marktaandeel winnen vanwege de *preferred partnerships* met wereldwijd opererende oliebedrijven die vanwege lagere kosten en compliance met slechts een klein aantal betrouwbare en solvabele partijen zaken willen doen waardoor veelal kleinere lokale spelers afvallen. De Projectenbusiness binnen de Oil & Gas divisie zal de komende jaren verder afnemen. De omzet in 2014 zal ongeveer gelijk blijven aan die van vorig jaar (" 139 miljoen), maar zal vanaf 2015 gaan dalen naar circa " 50 miljoen. Het piekjaar 2012 (omzet bijna " 300 miljoen) zal volgens De Laat niet snel meer terugkomen. Dit komt omdat Brunel in 2012 sterk was vertegenwoordigd bij de grote Australische projecten Gorgon en Kipper Tuna. Nu deze projecten vorig jaar zijn afgerond, valt een zeer groot gedeelte van de projectomzet weg. Het laatste grote Australische LNG-project Ichthys (omvang AUS\$ 200 miljoen) is door Saipem vergeven aan de beursgenoteerde Australische concurrent Skilled Group. Brunel heeft er bewust voor gekozen om dit project niet aan te nemen omdat de risico's niet in verhouding stonden met het gewenste rendement. Buiten Australië zijn er de afgelopen maanden een aantal projecten uitgesteld en zullen er voorlopig geen nieuwe grote projecten worden aangekondigd. Daarom gaat Brunel zich ook steeds meer richten op het demonteren van offshore projecten. Het omzetverlies in de projectenbusiness kan in de toekomst wellicht worden gecompenseerd door de relatief nieuwe *onshore vertical* Mining. Op verzoek van mijnbouw-gigant Rio Tinto heeft Brunel in 2012 een kantoor geopend in Amerika. Brunel wil eerst onderzoeken hoe de dienstverlening aan Rio Tinto zo optimaal mogelijk kan worden verzorgd. Als de infrastructuur en de organisatie goed staan, zal deze activiteit net als de Energy-tak wereldwijd worden aangeboden aan andere klanten. Deze *vertical* zou in potentie net zo groot of zelfs groter kunnen worden dan de traditionele Energy business (omzet 2013: " 750 miljoen). Het omzetverloop zal daarentegen wel veel volatieler zijn. De tweede groeipijler voor het bereiken van " 2 miljard omzet ligt in Duitsland. Flexibele arbeid staat bij onze oosterburen nog in de kinderschoenen en de penetratiegraad is in vergelijking met de volwassen Nederlandse markt nog zeer laag. De top-100 klanten in Duitsland zijn nu nog voornamelijk de grote beursgenoteerde bedrijven actief in de automotive sector, machinebouw en energie. Nu flexibele arbeid steeds meer deel uitmaakt van het HR-beleid ziet Brunel veel groeikansen bij zowel bestaande klanten als bij de vele Duitse mkb-bedrijven. De groei in Duitsland zal in de eerste helft van 2014 nog achterblijven (omzet stabiel tot licht hoger ten opzichte van H1 2013), omdat de nieuwe account managers pas na zes maanden rendabel zijn. Brunel heeft zich voorgenomen om dit jaar 250 account managers aan te nemen, waarvan circa 50% op grond van het niet voldoen aan kwaliteitscriteria zal afvallen. De circa 125 nieuwe account managers moeten in staat zijn om gemiddeld 10 directe Brunellers te plaatsen bij klanten. Dit betekent dat het gemiddelde aantal directe werknemers in Duitsland kan groeien met 1.250 naar 3.400, ofwel een stijging van 57% (2013: 2.194). Het wekt dan ook geen bevreemding dat Brunel in het jaarverslag over 2013 aangeeft dat de Duitse organisatie de komende vier jaar met tenminste 10% op jaarbasis gaat groeien. De marges in Duitsland zullen in de toekomst ook hoger liggen dan in Nederland, omdat Brunel Duitsland slechts 2 tot maximaal 3% zppers inzet in vergelijking met de circa 20% in Nederland. Op zppers ligt de brutomarge de helft (circa 20%-punt) lager op 20%. Bij dit alles houdt de groep onveranderd vast aan ijzersterke balansverhoudingen. Brunel is schuldenvrij en beschikt over een netto kaspositie van bijna " 90 miljoen per ultimo 2013. Een hogere dividend pay out dan de thans voorgestelde 54% is volgens De Laat pas aan de orde wanneer de netto kaspositie boven " 100 miljoen uitstijgt. De grote klanten van Brunel, met name de *oil majors*, eisen een uiterst solvabele balans als pre-kwalificatie bij de dienstverlening. Zulks impliceert onder meer dat Brunel drie maanden moet kunnen voorfinancieren.

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 " 51,90 worden gewaardeerd tegen 21,6 maal de verwachte winst. Het dividendrendement bedraagt, uitgaande van een stabiele pay out ratio, circa 2,5%.

Royal Imtech (technische dienstverlening in Europa en daarbuiten) rapporteerde over het vierde kwartaal 2013 een positief operationeel EBITDA resultaat van " 6 miljoen. De orderingang bedroeg over deze periode " 1.204 miljoen bij een gerealiseerde omzet in Q4 2013 van " 1.299 miljoen. Als gevolg van reeds eerder aangekondigde niet-operationele lasten, kwam het netto resultaat uit op een verlies van " 370 miljoen. Over geheel 2013 bedroeg het netto verlies in totaal " 697 miljoen, waarvan " 516 miljoen een niet-operationeel karakter had. Imtech wist de rentedragende schuld in

het laatste kwartaal van 2013 verder terug te dringen van " 836 miljoen naar " 745 miljoen. Het belangrijkste nieuwsfeit betrof het veiligstellen van de financiering voor de middellange termijn. Er werd voor een bedrag van " 1,3 miljard aan kredietfaciliteiten overeengekomen, terwijl daarnaast een garantiefaciliteit van nog eens " 843 miljoen werd vastgelegd. Hiermee verkreeg Imtech voldoende liquiditeit om het vorig jaar vastgestelde ondernemingsplan ten uitvoer te brengen. Voor de middellange termijn wordt daarbij gestreefd naar het realiseren van de volgende doelstellingen:

- Autonome opbrengstengroei tenminste in lijn met BBP-groei
- Additionele groei door acquisities in gefragmenteerde markten zodra Net debt/EBITDA < 2
- Operationele EBITDA-marge 4 . 6%
- 90% cash conversie op EBITDA niveau
- Net debt/EBITDA < 2
- 40% dividend pay out zodra Net debt/EBITDA < 2

De herfinanciering gaat gepaard met totale afsluitkosten van in totaal " 53 miljoen. Daarnaast heeft Imtech zich vastgelegd om uiterlijk medio 2015 de schuldpositie met " 400 miljoen te reduceren. Indien deze doelstelling niet wordt gerealiseerd dan komen extra lasten in beeld van " 25 miljoen op zowel 30 juni als 30 september 2015 en vervolgens halfjaarlijks eenzelfde bedrag zolang de doelstelling niet is bereikt. Daarnaast moet Imtech per medio 2015 gedwongen een emissie van warrants doen welke bestaande aandeelhouders met 10% doet verwateren. Het ziet er evenwel niet naar uit dat het management van Imtech het zover zal laten komen. Tijdens een toelichting op de jaarcijfers zinspeelde CEO Gerard van de Aast op de optie om een niet-kernactiviteit te verkopen, mocht de gehaalde besparing van " 400 miljoen vóór medio 2015 niet kunnen worden gerealiseerd. De goed renderende ICT-divisie is dan de meest logische verkoopkandidaat, welke volgens analistenschattingen circa " 350 miljoen moet kunnen opbrengen. Wij gaan ervan uit dat Imtech in de loop van het tweede halfjaar 2014 in operationele zin weer grotendeels als ~~vanouds~~ moet kunnen opereren, met uitzondering van de Duitse divisie.

Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2014 van " 0,10 naar " 0,05. Voor 2015 handhaven wij onze eerdere prognose van " 0,25 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van " 1,97 wordt thans minder dan 8 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 (toepassingen inzake Telecom, Building Solutions en Industrial Solutions) rapporteerde gunstige cijfers over 2013. De groepsomzet steeg met 8,7% naar " 1,2 miljard, met autonoom een toename van 4,2%. De EBITA voor eenmalige lasten steeg met 16,3% naar " 99,8 miljoen. De nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten liet een stijging van 17,7% zien van " 47,5 miljoen naar " 55,9 miljoen. CEO Alexander van der Lof betoonde zich tevreden met de progressie van TKH in het afgelopen jaar: ~~W~~ondanks de economische tegenwind heeft TKH een mooie omzet- en winststijging gerealiseerd. Dit geeft vertrouwen in een goede uitgangspositie van TKH voor het komende jaar. Zeker als we vaststellen dat de economie er op dit moment beter voorstaat en er een positieve ontwikkeling is te zien in de orderintake in de afgelopen kwartalen in de meeste segmenten waarin TKH opereert. De resultaatverbetering gedurende het jaar was mede het gevolg van onze focus op de zeven gedefinieerde hoge groei verticale markten waar we de afgelopen twaalf maanden vol op ingezet hebben. Hierdoor kunnen wij maximaal inspelen op de kansen in deze markten. De bundeling van krachten in de hoge groei verticale markten heeft de synergie tussen de technologieën en bedrijven in de groep nog verder verdiept. Hierdoor staat er een nog sterker TKH.+De omzetgroei bij Building Solutions was het sterkst met 12,2%, die van Industrial Solutions volgde kort daarop met +10,7%. Binnen Industrial Solutions daalde de EBITA met 2,4% door een zwak eerste halfjaar als gevolg van opstartkosten voor latere uitleveringen. In de tweede jaarhelft werd een EBITA-stijging van 23,6% gerealiseerd. TKH maakte gewag van een doorbraak bij de Top-5 bandenbouwers, met name door acceptatie van de grensverleggende MAXX-technologie. De orderintake bereikte in H2 2013 een recordhoogte van " 160 miljoen, ofwel een *run rate* van " 80 miljoen op kwartaalbasis. In het vierde kwartaal van 2013 werd een aanvullend efficiencyprogramma ingezet, hoofdzakelijk verband houdend met verslechterde marktomstandigheden binnen de bouw- en constructiesector en de wens om het rendement op de omzet binnen het

segment Building Solutions verder te verbeteren. Hiermee verband houdend werd een eenmalige last van " 7,2 miljoen verwerkt in het resultaat. Deze maatregelen zullen vanaf 2014, naar verwachting een jaarlijkse besparing van circa " 5 miljoen opleveren. Ofschoon de omzet van de sector Telecom Solutions met 6,2% daalde naar " 156,8 miljoen, verbeterde het EBITA-resultaat met 4,3% van " 14,1 miljoen naar " 14,7 miljoen door verbeterde efficiency en lagere grondstofprijzen. De kasstroom van de Groep steeg naar " 78,6 miljoen (2012: " 75,2 miljoen). De netto investeringen bedroegen vorig jaar " 18,7 miljoen (2012: " 25,7 miljoen). Een groot deel hiervan was gerelateerd aan investeringen in de productielocaties. Daarnaast werd " 15,5 miljoen geïnvesteerd in acquisities en participaties en " 16,8 miljoen in immateriële activa, voornamelijk in R&D, patenten en licenties (2012: " 14,1 miljoen). De netto bankschuld nam ten opzichte van ultimo 2012 af met " 2,6 miljoen naar " 185,6 miljoen per ultimo 2013. De solvabiliteit daalde naar 40,7% (2012: 40,8%). TKH opereert ruim binnen de met de banken afgesproken financiële ratio's. De Net debt/EBITDA-ratio kwam uit op 1,5 en de rentedekking op 10,9.

De vanaf eind 2012 ingezette focus op de vier kerntechnologieën . connectivity, vision, communication en manufacturing systems . in combinatie met de zeven hoge groei verticale markten . glasvezelnetwerken, parkeren, tunnels, care, marine/oil & gas, industrial machine vision en bandenbouw . heeft geleid tot een nieuwe dimensie voor de positionering en potentie van TKH. Voor deze zeven verticale groeimarkten voorziet TKH een groeiperspectief van " 300 tot " 500 miljoen aan omzet in 3 tot 5 jaar. Hierbij wordt voor deze zeven verticale groeimarkten uitgegaan van het genormaliseerde omzetniveau van " 450 miljoen in 2012, acquisities uit 2012 volledig meegerekend. In 2013 is een omzetstijging van " 50 miljoen gerealiseerd in deze markten. De keuze voor de hoge groei verticale markten geeft TKH een gezond perspectief voor verbetering van de Return on Sales (ROS) en Return on Capital Employed (ROCE). De ROS voor eenmalige baten en lasten steeg in 2013 van 7,8% naar 8,3%. Na het wat zwakkere eerste kwartaal werd gedurende het jaar een stijging gerealiseerd met in het vierde kwartaal een ROS van 11,0% (2012: 9,6%), waarbij wel gesteld dient te worden dat gezien het seizoenspatroon het vierde kwartaal altijd het best presterende kwartaal is. Het gestelde doel van een bandbreedte van 9 -10% over het gehele jaar kwam hiermee weer dichterbij.

Traditioneel doet het management geen uitspraak over het te verwachten jaarresultaat 2014. Deze wordt pas gegeven bij de presentatie van de halfjaarcijfers in augustus. Wij gaan ervan uit dat de winst per aandeel een verdere stijging tot " 1,85 (2013: " 1,48) moet kunnen tonen, waarbij vooral in de eerste zes maanden een stevige winststijging aannemelijk is gezien de relatief zwakke performance in H1 2013. Tegen de huidige beurskoers van " 26,- wordt thans 14 maal de getaxeerde winst 2014 voor de aandelen TKH Group betaald. Uitgaande van een stabiele 50%-pay out komt het getaxeerde dividendrendement alsdan uit op 3,7%.

Maritiem dienstverlener **Koninklijke Boskalis Westminster** heeft over 2013 een omzet behaald van " 3,5 miljard (2012: " 3,1 miljard) en een fors hogere nettowinst van " 366 miljoen (2012: " 249 miljoen), welke mede het gevolg was van enkele incidentele resultaten ter grootte van netto " 97 miljoen. De EBITDA bereikte eveneens een historisch hoog niveau van " 800 miljoen (2012: " 567 miljoen) en het bedrijfsresultaat kwam uit op " 466 miljoen (2012: " 336 miljoen). De bijdrage aan het resultaat vanuit Dredging nam toe, mede onder invloed van substantiële resultaten op de afwikkeling van projecten uit het verleden, de verkoop van materieel en de afwikkeling van een verzekeringsclaim. Bij Offshore Energy nam de resultaatsbijdrage fors toe, mede door een bijdrage van de begin 2013 overgenomen activiteiten van Dockwise. De bijdrage aan het resultaat van Inland Infra nam af, mede als gevolg van de verkoop van het 40% belang in Archirodon en integratie- en reorganisatiekosten. Bij Towage & Salvage was sprake van een goed jaar. De omvang van de orderportefeuille nam licht af tot " 4.005 miljoen (ultimo 2012: " 4.106 miljoen). Het effect van de acquisitie van Dockwise en de verkoop van het 40% belang in Archirodon had per saldo een neutraal effect op de omvang van de orderportefeuille. Op basis van de huidige inzichten zal het marktbeeld dit jaar niet ingrijpend wijzigen ten opzichte van 2013. Bij Dredging en Offshore Energy verwacht het management ook voor het eerste halfjaar een gezonde vlootbezetting. Na een sterk 2013 voor Dredging zal bij het uitblijven van vergelijkbare incidentele effecten de operationele marge in 2014 lager zijn. De verwachting bij Offshore Energy, Inland Infra en Towage & Salvage is stabiel ten opzichte van 2013. Gegeven het projectmatige karakter van een significant deel van de activiteiten geeft Boskalis traditioneel vroeg in het jaar geen prognose van het jaarresultaat 2014. De financiële positie is zeer solide. Voor de businessplan periode 2014 . 2016 is behoud van een gezonde balans een belangrijk uitgangspunt, waarbij wordt gestreefd naar een nettoschuld : EBITDA verhouding in een bandbreedte van 1 tot 1,5. Voor de komende drie jaar is

voor het vernieuwen en versterken van de vloot een totaal investeringsbedrag van " 800 miljoen voorzien, waarvan circa " 300 miljoen in 2014. Dit bedrag ligt in lijn met het niveau van de afschrijvingen en is exclusief eventuele acquisities. Het businessplan is geënt op de actuele verwachtingen ten aanzien van de wereldwijde ontwikkelingen in de voor Boskalis relevante marktsegmenten, in het bijzonder de Offshore Energy markt. Op basis van deze plannen wordt voor de komende jaren een rendement van circa 12% op het eigen vermogen verwacht. Binnen deze kaders en uitgangspunten is Boskalis voornemens een inkoopprogramma eigen aandelen te starten ter grootte van 10 miljoen aandelen, overeenkomend met 8,3% van het uitstaande aantal aandelen. Uitgaande van de geïndiceerde 12% ROE zou de winst per aandeel 2014 uitkomen in de bandbreedte " 2,60 . 2,75. Tegen de huidige beurskoers van " 40,- wordt daarmee ruim 15 maal de getaxeerde winst 2014 voor de aandelen Boskalis betaald. De onderneming is voornemens een onveranderd (keuze)dividend over 2013 uit te keren van " 1,24 per aandeel, waarmee het dividendrendement op 3,1% komt.

Internationaal advies- en ingenieursorganisatie **Arcadis** meldde de overname van inProjects, een toonaangevende Aziatische onderneming op het gebied van project management. inProjects zal worden geïntegreerd in de organisatie van EC Harris, waarmee Arcadis een toppositie in Azië claimt voor wat betreft project- en kostenmanagement. Bij inProjects werken ongeveer 200 mensen die vorig jaar een omzet van " 11 miljoen realiseerden met kantoren in Hong Kong, China, Macau, Singapore en India. inProjects beschikt over een imposante klantenlijst waarop onder meer Adidas, Reebok, Swarovski, Citibank, Apple, Starbucks, Intercontinental Hotel Group, VF Group, Mövenpick, Hyatt, Cathay Pacific, Qantas en Las Vegas Sands figureren. 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 " 27,90 een multiple van 16,9 maal de verwachte winst en een dividendrendement van 2,2%.

Wetenschappelijk uitgever **Koninklijke Brill** rapporteerde tevredenstellende cijfers over 2013. De omzet steeg met 6,5% van " 27,5 miljoen naar " 29,3 miljoen, terwijl de winst voor belastingen met eenzelfde percentage toenam van " 3,1 miljoen " 3,3 miljoen. De verkoop van gedrukte boeken die in 2012 was tegengevallen, nam weer toe in 2013. De gerealiseerde tijdschriftenomzet stagneerde echter door een incidentele achterstand in de verschijning van enkele titels. Door de goede omzet, met een sterk vierde kwartaal en voortgaande groei van het digitale product, was er in 2013 sprake van een stijgende kostprijs. De marge kwam onder druk als gevolg van een stringent *printing on demand* beleid. Naast de hogere stukprijs van een boek zijn er daardoor in het begin ook hogere logistieke kosten. Op de balans is echter duidelijk te zien dat *printing on demand* tot een lagere voorraad gereed product en dus tot lagere kapitaalkosten leidt. Het maakt de onderneming daarmee ongevoelig voor versnellingen in de transitie naar ongedrukt uitgeven. In 2013 is een aantal kleine acquisities gerealiseerd en tegen het einde van het jaar nam Brill de vermaarde uitgever Hes & De Graaf over met een boekenfonds van ruim 600 titels plus een aanwas van 10 tot 15 nieuwe titels per jaar. De overname voegt op jaarbasis circa " 0,5 miljoen toe aan Koninklijke Brill's omzet. 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 " 24,50 wordt thans bijna 17 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Koninklijke Brill betaald en komt het dividendrendement op 5,3% uitgaande van een stabiele pay out.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
ASM International	11,5%
Hunter Douglas	10,0%
Nedap	8,8%
Brunel International	8,4%
Acomo	7,7%
Aalberts Industries	6,0%
Royal Imtech	5,7%
Koninklijke TenCate	5,6%
TKH Group	5,4%
Kendrion	4,5%
Liquiditeiten en overige deelnemingen	26,4%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De maand april is gestart met licht verder stijgende 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 allerminst 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 2,8%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 7 april 2014

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen