

MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2014

Inleiding

De maand oktober toonde de perfecte V-shape. In de eerste helft van de maand lagen aandelenkoersen fors onder druk uit vrees voor een recessie- en deflatie angst in Europa. In de tweede helft van de maand werden de verliezen nagenoeg geheel ingelopen, mede geholpen door sterke macro- en bedrijfscijfers uit de Verenigde Staten. Per saldo daalde de AEX-index met 2,3% naar 411,32 en de Amsterdam SmallCap Index met 3,2% naar 563,55. Daarentegen steeg de Amsterdam Midkap Index met 0,2% naar 600,11.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in oktober met 0,3% van € 31,71 naar € 31,82.

Over de eerste tien maanden van 2014 bedraagt het totale beleggingsresultaat (koerswinst plus dividend minus kosten) -1,5%.

Het fondsvermogen per 3 november 2014 bedraagt € 56,2 miljoen, terwijl een bedrag van € 58,7 miljoen is belegd in 13 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 4,5% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 november 2014 zijn als volgt:

| | |
|--------------------------------|--------------|
| Beurskoers | € 31,66 |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 31,82 |
| Fondsvermogen | € 56.184.113 |
| Aantal uitstaande aandelen | 1.765.420 |

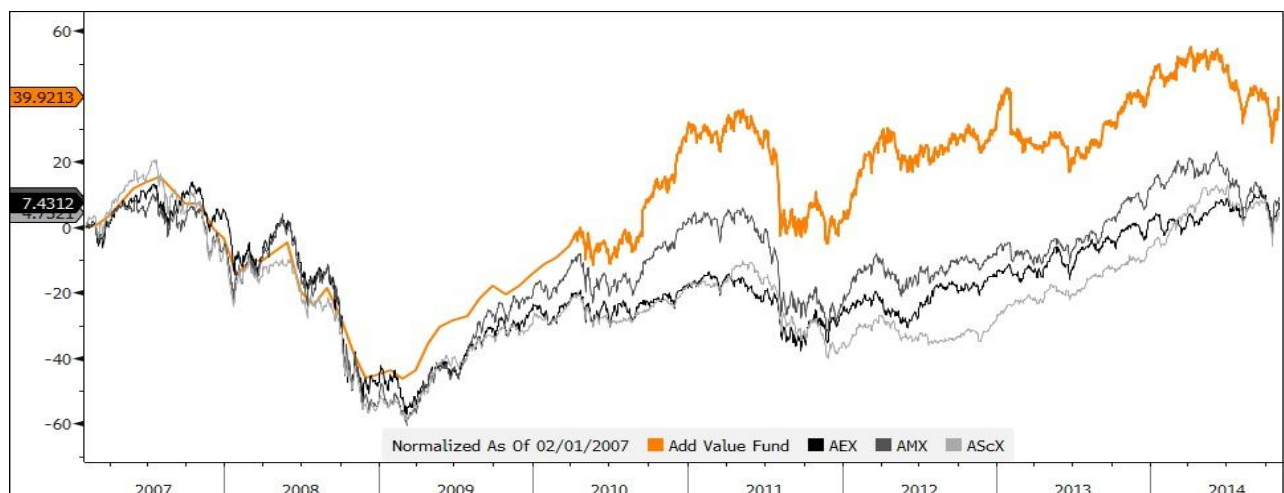
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van dividenden (vanaf 1 februari 2007) en is uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

| | 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 | -1,51 | +40,08 |
| AEX-Index | +5,33 | -50,26 | +41,90 | +9,23 | -8,88 | +13,99 | +20,73 | +4,94 | +7,43 |
| AMX-Index | -5,07 | -50,45 | +68,35 | +28,71 | -24,55 | +18,96 | +22,81 | -2,75 | +9,25 |
| AScX-Index | -6,12 | -50,78 | +51,95 | +16,42 | -21,03 | +11,27 | +30,27 | +11,37 | +4,75 |

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/10/2014

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/10/2014)

Peildatum: 31/10/2014

Koersperformance deelnemingen

| (in %) | | -12M | -6M | -3M | -1M |
|--------|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 1. | BE Semiconductor Ind. | +89,2 | +23,3 | +21,7 | +8,4 |
| 2. | Neways Electronics Int. | +80,8 | +11,9 | -13,8 | -2,9 |
| 3. | ASM International | +31,3 | +1,3 | +12,3 | +10,9 |
| 4. | Boskalis Westminster | +19,9 | +4,1 | +6,4 | -4,6 |
| 5. | Koninklijke Brill | +14,0 | -0,3 | -0,8 | -2,0 |
| 6. | Acomo | +9,1 | +0,1 | +5,4 | +0,4 |
| 7. | Arcadis | +6,1 | -4,1 | +5,0 | -6,4 |
| 8. | Hunter Douglas | +3,1 | -8,3 | -1,0 | -1,6 |
| 9. | TKH Group | +2,6 | -3,7 | +2,9 | -5,0 |
| 10. | Aalberts Industries | -3,6 | -11,4 | -6,9 | +3,5 |
| 11. | Kendrion | -3,7 | -9,4 | -4,5 | -3,7 |
| 12. | Nedap | -4,9 | -13,5 | -5,8 | -6,1 |
| 13. | Brunel International | -17,4 | -26,7 | -8,6 | -1,3 |
| 14. | Koninklijke TenCate | -19,7 | -16,2 | -6,8 | -7,8 |

- In oktober realiseerden 4 van de 13 deelnemingen (= 31%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 9 van de 13 ondernemingen (= 69%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerden **ASM International** en **BESI** bovengemiddeld in de portefeuille. Beide ondernemingen rapporteerden uitstekende cijfers over het derde kwartaal 2014 en goede vooruitzichten voor het komende jaar;
- 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 oktober hebben wij de posities in **Acomo**, **Arcadis**, **ASM International**, **Koninklijke TenCate** en **TKH Group** licht verkleind. Het belang in **Koninklijke Boskalis Westminster** werd met een mooie boekwinst verkocht.

Bedrijfsnieuws

ASM International, toeleveranties aan de halfgeleiderindustrie, rapporteerde cijfers over het derde kwartaal 2014 die de verwachtingen van analisten ruim overtroffen. De netto omzet daalde met 18% in vergelijking met het tweede kwartaal 2014 van € 148,4 miljoen naar € 122,2 miljoen, maar steeg met 5% ten opzichte van Q3 2013 (€ 112,2 miljoen). De orderintake bedroeg een krachtige € 156,2 miljoen, ofwel 31% boven het niveau van Q2 2014 (€ 119,5 miljoen) en 39% hoger dan in dezelfde periode een jaar eerder (€ 112,2 miljoen). Deze ontwikkeling was veel beter dan eerder door het management geïndiceerd: aanvankelijk werd uitgegaan van een stabiele orderingang in vergelijking met Q2 2014. Door specifieke orders voor ALD- en PE-ALD-producten, die eerder dan verwacht werden gegeven, moest de eerdere prognose opwaarts worden bijgesteld. Door een sterke ontwikkeling bij 40%-deelneming ASM PT (beursgenoteerd te Hongkong) kon het resultaat uit investeringen nagenoeg verdubbelen tot € 30,7 miljoen (Q2 2014: € 15,8 miljoen; Q3 2013: € 10,8 miljoen). Voor het vierde kwartaal 2014 voorziet het management een stabiele tot licht hogere omzet en nieuwe orders ter grootte van € 130 - 150 miljoen. Indien deze laatste prognose bewaarheid zou worden, komt de orderingang in de tweede helft van het jaar nagenoeg overeen met die van de eerste zes maanden. ASMI kondigde tevens aan voor een bedrag van € 100 miljoen eigen aandelen te gaan inkopen. Tegen de huidige beurskoers van € 32,80 komt dit overeen met een kleine 5% van de uitstaande aandelen. De aangekondigde aankoop kan ASMI overigens probleemloos uit eigen middelen financieren. Per 30 september jl. beschikte de onderneming over

€ 410 miljoen aan liquide middelen/*near cash*, alsmede € 150 miljoen aan onbenutte kredietruimte bij banken. Wij taxeren een winst per aandeel 2014 van circa € 2,50 (2013: € 0,66) en voorzien een lichte stijging naar € 2,75 in 2015. Ook op basis van een sum-of-the-parts analyse blijft het aandeel ASMI een aantrekkelijk bezit. De waarde van de 40%-participatie in ASM PT laat zich berekenen op € 1,37 miljard, ofwel 65% van de huidige beurswaarde. Tel daarbij op de netto kaspositie van € 410 miljoen, dan worden de snel groeiende front-end activiteiten gewaardeerd op slechts € 310 miljoen, uitgaande van ASMI's huidige marktkapitalisatie van bijna € 2,1 miljard. Op basis van een genormaliseerde EBIT van circa € 110 miljoen voor de front-end activiteiten en uitgaande van een waardering van 10x dit bedrijfsresultaat (concurrenten doen 11 tot 13 keer), komt een sum-of-the-parts waarde van ongeveer € 44,- per aandeel ASMI naar voren. Gezien de goede perspectieven voor voortgaande waardecreatie in combinatie met de stevige onderwaardering, handhaven wij het belang in ASMI onverkort als grootste positie in de portefeuille.

Hunter Douglas (raambekleding, architectonische bouwproducten) rapporteerde tevredenstellende cijfers over het derde kwartaal 2014. De omzet steeg in deze periode met 2,3% tot US\$ 688,3 miljoen (Q3 2013: US\$ 672,6 miljoen), terwijl de EBIT met 32,7% toenam van US\$ 40,1 miljoen naar US\$ 53,2 miljoen. Er werd een eenmalige last ter grootte van US\$ 6 miljoen (Q3 2013: 0) genomen ter financiering van reorganisaties in Azië en Noord-Amerika. Over de eerste negen maanden van 2014 steeg de omzet met 2,9% van US\$ 1.955,5 miljoen naar US\$ 2.012,2 miljoen, terwijl de EBIT met 21,7% toenam van US\$ 115,6 miljoen naar US\$ 140,7 miljoen. Wij handhaven onze winsttaxatie per aandeel 2014 op circa € 3,00 (2013: € 2,32), terwijl wij voor 2015 een verdere stijging naar € 3,50 voorzien. Deze taxaties zijn mede ingegeven door de meer positieve toonzetting van het management ten aanzien van de economische groei. Hunter Douglas verwacht namelijk betere marktomstandigheden in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Azië, stabiele marktomstandigheden in Latijns-Amerika en onveranderd uitdagende marktomstandigheden in Continentaal Europa. De groep meldde voorts wederom een zogenaamde Investment Portfolio te gaan opbouwen die volgend jaar een omvang (tegen kostprijs) van US\$ 200 miljoen zou moeten hebben. Hiermee keert CEO/groootaandeelhouder (81%) Ralph Sonnenberg terug op zijn schreden. De Investment Portfolio werd namelijk in 2012/13 geheel afgebouwd, waardoor de resultaten van Hunter Douglas beter voorspelbaar werden. Met het herinvoeren van de Investment Portfolio wordt ook de kans op het uitkeren van een superdividend aanzienlijk kleiner. Wij hielden rekening met een dergelijke uitkering nu de Net Debt/EBITDA verhouding weer richting 1,0 tendeeft. Nochtans achten wij de huidige beurswaardering van Hunter Douglas uiterst bescheiden op 9,5 maal de verwachte winst 2015 en een getaxeerd dividendrendement van 5,3%.

Amsterdam Commodities (Acomo) meldde dat het jaar 2014 zich goed blijft ontwikkelen. De geconsolideerde omzet in het derde kwartaal was 7,6% hoger dan in de overeenkomstige periode van 2013, hetgeen resulteerde in een stijging van de omzet over de eerste negen maanden van 3,2% tot € 455,8 miljoen (eerste negen maanden 2013: € 441,8 miljoen). De brutowinstmarge in Q3 2014 als percentage van de omzet handhaafde zich nagenoeg op hetzelfde niveau als in Q3 2013 en zowel de Q3 2014 operationele winst als nettowinst, exclusief het negatieve effect van een beperkt aantal specifieke posten in Q3 2013, waren licht hoger dan in Q3 2013. Diverse markten en betrokken producten vertonen volatiele prijsontwikkelingen en inherente risico's binnen de respectievelijke *supply chains* waarin de ondernemingen binnen de Acomo Groep actief zijn. In een dergelijke omgeving gedijen de ervaren handelsteams van Acomo in de regel uitstekend. Niettemin benadrukt het management geen uitspraak te kunnen doen over toekomstige ontwikkelingen. De Raad van Bestuur stelt echter wel een hoger winstniveau in 2014 te kunnen realiseren dan in het voorgaande jaar. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 1,40 (2013: € 1,17) en verwachten een contant dividend per aandeel van € 0,90 (2013: € 0,77). Tegen de huidige beurskoers van € 17,75 wordt thans 12,7 de verwachte winst 2014 voor de aandelen Acomo betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 5,1%.

Aalberts Industries (Industrial Services & Flow Control) meldde over het derde kwartaal 2014 een toename van omzet en resultaat ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. In beide activiteiten, Industrial Services en Flow Control, werd ook autonome groei gerealiseerd. Binnen de divisie Flow Control bleven de marktomstandigheden voor *Building Installations* in de meeste landen van Europa uitdagend en was in Noord-Amerika sprake van een goede ontwikkeling. De focus blijft in dit segment gericht op de verkoop van specifieke productlijnen met groeiperspectief, continue

verbetering van de marketing- en verkoopaanpak door intensievere samenwerking en implementatie van de vele efficiëncyprojecten. In het business segment *Climate Control* was sprake van een goede omzet- en resultaatgroei ten opzichte van vorig jaar. De bundeling van de distributie- en verkoopactiviteiten is voortgezet. Tevens is de afgelopen maanden gestart met samenwerkingsprojecten tussen het onlangs geacquireerde Flamco en de andere activiteiten binnen Climate Control. Het in de eerste helft van 2014 overgenomen Nexus Valve liet een goede ontwikkeling zien en is inmiddels gestart met de verkoop van Europese producten die het systeempportefolio in Noord-Amerika versterken. *Industrial Controls* realiseerde een goed derde kwartaal met een toename in omzet en resultaat. Met name de industriële markten in Noord-Amerika en Europa en de markt voor bier- en softdrink deden het goed. De activiteiten in de stadsverwarmings- en olie- en gasmarkt waren op een goed niveau. De halfgeleideractiviteiten bleven op hetzelfde orderniveau als het vorige kwartaal, wel werden enkele orders doorgeschoven naar de komende maanden. Binnen de divisie Industrial Services bleven omzet en orders in de Duitse automobiel- en machinebouw op een goed en stabiel niveau. De Franse markt voor automobiel en metaalkroon was uitdagend. In Polen en China was een stijgende lijn zichtbaar ten opzichte van het eerste halfjaar. De activiteiten in de turbine- en vliegtuigindustrie en de olie- en gasmarkt kenden een goede ontwikkeling van omzet en resultaat. Het management gaf geen concrete prognose van het jaarresultaat 2014. De focus blijft gericht op een continue versterking van de marktposities en het realiseren van duurzame winstgevendende groei. Door deze focus, de goede orderpositie en de sterke motivatie om de vele verbeterplannen tot resultaat te brengen, is de verwachting dat verdere vooruitgang zal worden geboekt in 2014 en de jaren daarna.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 1,55 en voorzien een verdere stijging naar € 1,70 in 2015. Een volledige omzet- en winstbijdrage van de dit jaar overgenomen ondernemingen Flamco (per 1 juli) en Impreglon (per 1 oktober) zal mede ten grondslag liggen aan de voortgezette groei. Tegen de huidige beurskoers van € 20,30 wordt thans ruim 12 maal de verwachte winst 2015 voor de aandelen Aalberts Industries betaald. Het dividendrendement komt, bij een pay-out ratio percentage van 30%, op 2,5%.

BE Semiconductors (BESI), toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie, overtrof wederom de consensusverwachting met uitstekende cijfers over het derde kwartaal 2014. Weliswaar was er een teruggang in de omzet in vergelijking met Q2 2014 van € 116,2 miljoen naar € 103,5 miljoen (-10,9%), maar deze valt geheel te verklaren uit het traditionele seizoenpatroon. In vergelijking met dezelfde periode 2013 werd een omzettoename van 58,3% geregistreerd. BESI wist de brutomarge op te voeren tot een recordniveau van 45,3% (Q2 2014: 43,2%; Q3 2013: 39,2%) onder andere als gevolg van een gunstige product mix. De nettowinst bedroeg € 21,5 miljoen, slechts 6,1% lager dan het vorige recordkwartaal (€ 22,9 miljoen) en +387% in vergelijking met Q3 2013 (€ 4,4 miljoen). Over de eerste negen maanden van 2014 bedroeg de omzetgroei 43,5% van € 201,9 miljoen naar € 289,8 miljoen, steeg de EBITDA met 161% van € 25,0 miljoen naar € 65,2 miljoen en klom de nettowinst van € 14,7 miljoen naar € 51,4 miljoen (+250%). Een gehalveerde belastingdruk (10% versus 20,4%) versnelde bovendien de groei van het netto resultaat. In vergelijking met Q3 2013 steeg de netto kaspositie van € 56,0 miljoen naar € 86,1 miljoen (+54%). Voor Q4 2014 gaf BESI de volgende voorspelling: naar verwachting zal de omzet circa 12-18% bij die van Q3 2014 achterblijven, maar met 65-70% toenemen in vergelijking met Q4 2013, hetgeen globaal neerkomt op € 85 - 91 miljoen. De brutomarge zal zich in de bandbreedte 42 - 44% bewegen (Q3 2014: 45,3%), terwijl de operationele kosten met circa 5 - 10% zullen toenemen tot naar schatting € 25 miljoen. BESI koerst al met al af op een winst per aandeel 2014 van circa € 1,60 (2013: € 0,43). Voor het lopende jaar lijkt een bescheiden verdere stijging tot € 1,80 per aandeel vooralsnog een redelijke aanname. Tegen de huidige beurskoers van € 15,60 wordt thans 9,2 maal de getaxeerde winst 2014 voor de aandelen BESI betaald. Op basis van een onveranderde pay-out ratio van 80% komt het dividendrendement op 8,2%.

Koninklijke TenCate, toonaangevend wereldwijd producent van composietmaterialen, geotextiel en kunstgras, rapporteerde licht tegenvallende cijfers over het derde kwartaal 2014. Er werd een autonome omzetgroei van 3% geboekt, terwijl de EBITA stabiel bleef ten opzichte van dezelfde periode in 2013 op € 17,8 miljoen. Zoals bijna altijd bij TenCate was er ook in Q3 2014 sprake van een wisselende ontwikkeling in de verschillende marktgroepen. De omzet van de marktgroep *TenCate Protective Fabrics* groeide in het derde kwartaal, met name in het segment industrial safety (TenCate Tecasafe Plus). De orderpositie in dit segment ontwikkelde zich gunstig. Dit is mede het gevolg van een

gerichte focus op grote industriële sectoren, zoals de olie- en gasindustrie en energiebedrijven waar persoonlijke bescherming een hoge prioriteit heeft. In het lagere segment van de industriële markt was een daling van de omzet te zien. De omzet van het hoog renderende TenCate Defender M liet zoals verwacht in het derde kwartaal een forse toename zien ten opzichte van de zeer zwakke voorafgaande kwartalen van dit jaar. In deze markt zijn de vooruitzichten voor de rest van het jaar en voor 2015 positief. Dit werd onderstreept door het bericht dat TenCate Protective Fabrics USA een belangrijke overeenkomst heeft getekend met een nieuwe klant buiten de Verenigde Staten voor de levering van TenCate Defender M inherent vlamwerende weefsels ten behoeve van beschermende uniformen voor nationale strijdkrachten. Zowel de naam van de klant als het betrokken land werden niet bekend gemaakt vanwege militaire redenen. De eerste leveringen van deze meerjarige overeenkomst zullen plaatsvinden in het eerste kwartaal van 2015. Op grond van deze overeenkomst verwacht TenCate een belangrijke toename van de TenCate Defender M omzet in het komende jaar. De aerospace-gerelateerde omzet van de marktgroep *TenCate Advanced Composites* nam toe, vooral gedreven door de posities van TenCate in het Airbus A350 en Boeing 787 programma. De omzet in de ruimtevaartindustrie daalde daarentegen, wat een nadelig effect had op de omzetmix. Op het gebied van 'new business development' waren de ontwikkelingen gunstig. De groeiende omzet in de automotive industrie is nog klein en voornamelijk geconcentreerd binnen het sportwagen- en autosportsegment (Formule 1). Ook op het gebied van *performance composites* (onder meer de sport/leisure markt) steeg de omzet in het derde kwartaal ten opzichte van 2013. De voortgaande sterke daling van de omzet in armour composites ten opzichte van vorig jaar deed zich met name voor in de Verenigde Staten. Projecten liepen vertraging op door een latere start dan gepland. De omzet in het derde kwartaal van de marktgroep *TenCate Geosynthetics* groeide licht. De omzet in Azië en de Verenigde Staten steeg ten opzichte van 2013. De markt bleef in Europa echter terughoudend en grondstofkosten stegen, waardoor de marges onder druk bleven staan. De marktgroep *TenCate Grass* groeide licht, mede door een krachtiger positionering op de Amerikaanse markt. Door de toegenomen vraag naar kunstgrasvezels realiseerde TenCate Grass upstream een duidelijke toename van de omzet. Positieve efficiency-effecten werden deels teniet gedaan door gestegen grondstofkosten.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 1,00 (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. Het herstel van de omzet in het hoog renderende Defender M vlamwerende textiel, alsmede een geleidelijk herstel in de Geosynthetics- en kunstgrasdivisie moeten volgend jaar tot een winst per aandeel van tenminste € 1,50 kunnen leiden.

Internationaal ingenieursbureau **Arcadis** rapporteerde licht tegenvallende cijfers over het derde kwartaal 2014. De aanhoudend uitdagende marktomstandigheden in Noord-Amerika leidden tot een lichte (-1%) daling van de autonome omzet, waar analisten nog uitgingen van een lichte groei. Exclusief Noord-Amerika bedroeg de organische groei 4%, gedragen door de activiteitentoe name in Azië, het Midden Oosten, het Verenigd Koninkrijk en Continentaal Europa. De EBITA-marge steeg in Q3 2014 verder naar 10,4%; over de eerste negen maanden bedraagt de margeverbetering tot nu toe 40 basispunten, namelijk 10,1% versus 9,7% in de eerste negen maanden van 2013. De vrije cashflow steeg in de eerste negen maanden van dit jaar naar € 51,6 miljoen (9 maanden 2013: € 12,3 miljoen). De orderportefeuille steeg naar recordhoogte als gevolg van het binnenhalen van enkele grote opdrachten in het afgelopen kwartaal. De overnames van Hyder Consulting, Callison en Franz werden alle afgerond in oktober en zullen op jaarbasis de groepsomzet met meer dan € 500 miljoen doen toenemen. Het management paste haar prognose voor geheel 2014 opwaarts aan. Gebaseerd op de performance van de eerste negen maanden van het jaar, de marktverwachting, de groei van de opdrachtenportefeuille en de bijdrage van de recente acquisities, verwacht Arcadis dat de omzet met circa 5% zal toenemen ten opzichte van 2013 en dat het netto resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening naar verwachting circa 10% zal stijgen. Van deze 10%-stijging komt 6%-punten uit bestaande activiteiten en is het restant het gevolg van de bijdrage van de gerealiseerde acquisities. Wij verhogen onze winsttaxatie voor 2014 naar € 1,70 per aandeel (2013: € 1,54) en voorzien een dividend van € 0,63 (2013: € 0,57) per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 23,70

wordt daarmee 13,9 maal de verwachte winst voor de aandelen Arcadis betaald en komt het verwachte dividendrendement op 2,7%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 november 2014 betreffen:

| Onderneming | Percentage ¹ |
|-----------------------------|-------------------------|
| ASM International | 16,2% |
| Hunter Douglas | 11,8% |
| Nedap | 11,1% |
| TKH Group | 9,0% |
| Aalberts Industries | 8,9% |
| BE Semiconductor Industries | 8,8% |
| Acomo | 8,8% |
| Brunel International | 8,8% |
| Kendrion | 8,3% |
| Koninklijke TenCate | 5,4% |
| Overige 3 deelnemingen | 7,4% |
| Totaal | 104,5% |

Vooruitzichten

De economische indicatoren wijzen voor West-Europa op een gematigde economische groei in de komende periode. In de Verenigde Staten zijn de perspectieven wat dat betreft aanzienlijk gunstiger. Het lijkt erop dat de verschillen in groeitempo uiteindelijk ook van invloed zijn op de valutaverhoudingen. Zo is de US dollar het laatste halfjaar 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 derde kwartaalcijfers 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 14,0 maal en een bruto dividendrendement van circa 4,1%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 november 2014

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen