

MAANDBERICHT OVER APRIL 2013

Inleiding

In de maand april overheerste een licht positieve marktstemming. De AEX-index won 1,7% op 351,39, de Amsterdam Midkap-index steeg 1,7% naar 527,34, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 2,9% toevoegde op 448,13.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde 2,4% van € 29,70 naar € 28,99. Gecorrigeerd voor het in april gedeclareerde dividend van € 0,80 per aandeel steeg de waarde van het fonds echter met 0,3%. Over de eerste vier maanden van 2013 bedraagt het netto totaalrendement -4,4%.

Per 2 mei 2013 is voor een bedrag van € 38,5 miljoen belegd in 11 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 41,5 miljoen, zodat er een liquide positie en overige bestaat van 7,4% van de portefeuillewaarde.

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

Beurskoers	€ 28,85
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 28,99
Fondsvermogen	€ 41.526.728
Aantal uitstaande aandelen	1.432.255

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	Cumulatief.
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	-4,37	+25,56
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+3,58	-12,63
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+0,29	-8,28
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+11,21	-20,12

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/04/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/04/2013)

Peildatum: 29/04/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Acomo	+31,7	+21,2	+14,8	+ 6,6
2.	Nedap	+27,1	+10,7	+2,2	-1,1
3.	UNIT4	+17,5	+22,3	+4,9	+2,1
4.	Aalberts Industries	+17,3	+21,5	+2,8	-2,5
5.	TKH Group	+ 3,3	+16,8	+2,5	+2,0
6.	Hunter Douglas	-4,6	+8,8	-6,0	-0,1
7.	ASM International	-5,1	+3,9	- 13,7	-2,2
8.	Brunel International	-9,1	-13,4	-18,4	-2,3
9.	Koninklijke TenCate	-19,9	+7,8	-7,7	+0,7
10.	Neways Electronics Int.	-31,7	-32,3	-20,3	-8,7
11.	Royal Imtech	-60,5	-56,4	-56,6	-4,4

- In april realiseerden 4 van de 11 deelnemingen (= 36%) een positieve koersperformance. Dit beeld werd overigens enigszins gedeflatteerd door ex-dividend noteringen van **Aalberts Industries**, **Nedap** en **Koninklijke TenCate**. Op een 12-maands basis noteren 5 van de 11 ondernemingen (= 45%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand werd gekenmerkt door geringe koersfluctuaties. **Acomo** excelleerde eens te meer, waarmee de re-rating van het aandeel verder gestalte kreeg. De sterke koersdaling van **Neways Electronics International** volgde op een weinig inspirerende toekomstverwachting bij de publicatie van de eerste kwartaalcijfers;
- Drie ondernemingen noteren op jaarbasis een aanzienlijke negatieve koersperformance. Wij menen dat de *turnaround* bij Koninklijke TenCate inmiddels is ingezet. Onze qua omvang kleinste positie Neways Electronics International beschouwen wij als een *non-core holding*. Voor **Royal Imtech** zien wij op middellange termijn een zeer interessant koerspotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In april hebben wij de positie in **Brunel International** met circa 18% gereduceerd in afwachting van de definitieve jaarcijfers over 2012 en de gang van zaken in de eerste drie maanden van dit jaar. Wij sluiten niet uit dat het thans lopende forensisch onderzoek naar boekhoudkundige onregelmatigheden in de vestiging in Houston nog aanvullende lasten met zich meebrengt.

Bedrijfsnieuws

UNIT4 (ontwikkeling en distributie van bedrijfssoftware) rapporteerde een tevredenstellend bericht over het eerste kwartaal 2013. De omzet steeg in deze periode met 2% van € 115,3 miljoen in Q1 2012 naar € 117,6 miljoen, waarbij de groei in opbrengsten uit SaaS en abonnementen de teruggang in licentie-inkomsten ruimschoots goedmaakte. De EBITDA steeg licht van € 21,9 miljoen naar € 22,0 miljoen. Er was met name sprake van een sterke ontwikkeling in het Verenigd Koninkrijk, de Benelux en bij cloud-applicatie deelneming FinancialForce.com.

UNIT4 won twee aansprekende SaaS-contracten in de publieke sector in het Verenigd Koninkrijk. Het grootste contract betrof een overeenkomst met het Department for Transport (DfT) in samenwerking met UNIT4's partner arvato. Het Agresso Central Government ERP Platform vervangt in dit kader een bestaand systeem van SAP dat de besturing levert van het eerste onafhankelijke outsourced shared services centre van de Britse centrale overheid. In de Benelux boekte UNIT4 in het eerste kwartaal een dubbelcijferige omzettoename, waarbij met name de sterke groei in de sector gezondheidszorg opviel. FinancialForce.com kende een sterk kwartaal zowel wat betreft orderingang als *run rates*. De bedrijfsopbrengsten groeiden op jaarbasis met 90%. De als 'zeer sterk' omschreven *sales pipeline* in combinatie met steeds grotere klanten doet vermoeden dat FinancialForce.com definitief de weg naar boven als succesvol en relevant

SaaS-applicatie bedrijf heeft gevonden. Al met al verliep het eerste kwartaal boven verwachting van het management. Onder andere de eerste kosten bij een nieuw SaaS-contract drukten de resultaten in de verslagperiode, terwijl de voor geheel 2013 geplande reorganisatielasten grotendeels in dit kwartaal werden genomen. Tegen deze achtergrond handhaafde UNIT4 de prognose van het jaarresultaat 2013 op een EBITDA in een bandbreedte van € 105 – 115 miljoen. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2013 op € 1,95 (2012: € 1,88). De aandelen UNIT4 noteren tegen de huidige beurskoers van € 25,70 een multiple van 13,2 maal de verwachte winst. Gezien de gestegen kans op een winstversnelling vanaf de tweede helft van dit jaar achten wij dit een aantrekkelijke waardering.

Nedap, fabrikant van intelligente technologische oplossingen in het kader van maatschappelijk relevante thema's, waaronder voldoende voedsel, schoon drinkwater, duurzame energie, veiligheid en gezondheidszorg, verwacht voor het eerste halfjaar 2013 onder voorbehoud van onvoorziene omstandigheden opbrengsten van om en nabij het zeer goede eerste halfjaar 2012 (toen: € 83,7 miljoen). De winst na belastingen zal naar verwachting 10 tot 15% lager zijn (eerste halfjaar 2012: € 6,6 miljoen). Flinkke investeringen in de organisatie, onder meer door uitbreiding van het aantal medewerkers, matigen het resultaat. In de eerste maanden van 2013 hebben de marktgroepen AVI, Energy Systems, Healthcare, Retail en Security Management hogere opbrengsten gerealiseerd dan in de overeenkomstige periode van 2012. De marktgroepen Livestock Management (voorheen Agri) en Light Controls bleven achter bij het relatief sterke eerste halfjaar 2012. Als gevolg van de keuze voor een andere marktbenadering bleven – conform de verwachting – de opbrengsten van de marktgroep Library Systems enigszins achter. Het realistisch voorspellen van opbrengsten en resultaat op korte en middellange termijn wordt niet bevorderd door de onzekere en volatiele economische omstandigheden in diverse regio's en marktsegmenten. Voor het gehele jaar 2013 verwacht de directie – onvoorziene omstandigheden voorbehouden – een verdere stijging van de opbrengsten. Over het resultaat 2013 wordt echter nog geen uitspraak gedaan gezien voornoemde onzekerheden. Naar onze verwachting zal 2013 in het teken staan van het versneld investeren in productontwikkeling, marktwerking en professionalisering om de concurrentiekracht van de aangeboden proposities te versterken en de schaalbaarheid van de organisatie te verhogen. Deze investeringen zullen uit de eigen middelen kunnen worden gefinancierd met behoud van een voldoende solvabiliteit van circa 40%. Het aantal medewerkers steeg op jaarbasis van 696 naar meer dan 720. De directie streeft ernaar de binding van de medewerkers met de vennootschap te versterken door de introductie van het Nedap Additioneel Participatie Plan (NAPP). Dit plan, met een looptijd van vijf jaar, heeft als doel een duurzame balans te vinden tussen het gevraagde persoonlijke ondernemerschap van Nedap-medewerkers en de mogelijkheid om als medewerker te delen in de resultaten van het bedrijf. Kern van het plan is dat winststijgingen boven de 5% gedeeltelijk ten gunste komen van de medewerkers. Als startpunt is genomen de winst voor belastingen in 2012 (€ 16,3 miljoen). 40% van de winst boven de 5% zal worden omgezet in certificaten Nedap die worden uitgereikt aan Nedap-medewerkers. Deze certificaten zullen voor vier jaar zijn geblokkeerd.

Resumerend gaan wij ervan uit dat 2013 vermoedelijk een overgangsjaar voor Nedap zal worden. Voor 2014 en volgende jaren gaan wij uit van een gemiddelde omzet- en winsttoename van 10 – 20%. Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel 2013 van circa € 2,00 (2012: € 2,01), waarmee de aandelen Nedap tegen de huidige beurskoers van € 31,65 thans op 15,8 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. De traditionele 75%-pay out geeft een aantrekkelijk dividendrendement van 4,7%.

Amsterdam Commodities (Acom) meldde dat de activiteiten in het eerste kwartaal van 2013 in lijn lagen met de activiteiten in dezelfde periode van 2012. Alle activiteiten waren winstgevend en de groep als geheel behaalde goede resultaten. In lijn met de trends van het tweede halfjaar 2012 zwakten de prijsniveaus van diverse food commodities verder af met als gevolg een licht lagere omzet. Daarentegen hadden de lagere prijsniveaus in combinatie met enigszins stabiliserende economische omstandigheden enig positief effect op de verhandelde volumes en marges. Voor geheel 2013 doet de Directie traditioneel geen uitspraak anders dan dat 'het vertrouwen bestaat dat onze handelsteams positieve resultaten zullen blijven behalen voor de aandeelhouders'. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel op € 1,22 (2012: € 1,163), waaruit een dividend van € 0,73 betaalbaar kan worden gesteld. Hierbij is nadrukkelijk de bijdrage van eventuele acquisities niet inbegrepen. Tegen de huidige beurskoers van € 16,60 wordt aldus 13,6 maal de verwachte winst voor de aandelen Acom betaald en bedraagt het dividendrendement 4,4%.

Aalberts Industries berichtte dat in het eerste kwartaal van 2013 een goede orderpositie is opgebouwd met een iets lagere omzet, onder andere als gevolg van de weersomstandigheden. In de eerste maanden is voorts intensief gewerkt aan de uitvoering van vele plannen ter verbetering van het product- en technologieportfolio en de implementatie van gedane en nieuwe investeringen. Ook is er speciaal aandacht besteed aan snel groeiende productlijnen, de versterking van de marketing- en verkoopaanpak gericht op de eindgebruiker en versnelling van lopende en nieuwe projecten ter verbetering van de productie-efficiency. Vele nieuwe producten en systemen zijn geïntroduceerd en komen tot ontwikkeling in de diverse business-segmenten.

In de activiteit Industrial Services werd een goed resultaat behaald. De Duitse machinebouw en automobielinindustrie bleven op niveau. De halfgeleidermarkt verbeterde in vergelijking met de tweede helft 2012. De Franse automobielinindustrie en metaalektromarkt bleven uitdagend, deels gecompenseerd door nieuwe projecten en meer focus op de markten in Oost-Europa en China. In de turbine- en luchtvaartactiviteiten werd de capaciteit verder uitgebreid. GF-Flamm-Metallspritz, overgenomen per januari 2013, maakte een goede start.

In de markt voor Building Installations Europe is nog steeds sprake van uitdagende marktomstandigheden, met name in Zuid-Europa en Nederland. De focus is ook gedurende 2013 gericht op het verder versterken van de marktpositie. Met name de omzet van snel groeiende productlijnen voor metalen en kunststofleidingssystemen met bijbehorende regelventielen nam toe. De markten voor utiliteit en commerciële gebouwen waren moeizaam, mede door de lange vorstperiode en daardoor vertraging van projecten.

Bij Building Installations North America is een lichte verbetering zichtbaar in de woningmarkt. Met name de omzet van kunststof verbindingssystemen nam toe, gestimuleerd door de gezamenlijke marktaanpak en een toename van activiteiten in de irrigatiemarkt. De markt voor commerciële gebouwen bleef op een laag niveau. Het uitgebreide portfolio van metalen verbindingssystemen met bijbehorende regelventielen liet een goede omzetgroei zien.

In de activiteiten van Climate Control krijgt het leveren van complete verwarmings- en koelsystemen van de energiebron tot de emissie van warmte en/of koeling steeds meer vorm. De marketing- en verkoopaanpak is verder verbeterd en er is veel aandacht besteed aan projectopvolging en opleiding van de eindgebruikers. De eindmarkten blijven echter met name in West- en Zuid-Europa uitdagend.

Flow Control Industrial/Oil & Gas maakte een goede ontwikkeling door. Er zijn veel orders geboekt en aanvragen ontvangen. De introductie van producten met grotere afmetingen, ontwikkeld en geproduceerd in zowel Oost-Europa als Noord-Amerika, is in volle gang. In de komende kwartalen wordt hierin een toename van orders en omzet verwacht. Met name in de districtenergie, bier & softdrink- en de automobielinindustrie (hogedrukventielen) werd een goede start gemaakt. Bij BMS Valves, overgenomen in januari 2013, was een toename aan orders zichtbaar in het eerste kwartaal. De vooruitzichten zijn dat omzet, winst en investeringen over geheel 2013 verder zullen toenemen in vergelijking met 2012 – onvoorziene omstandigheden daargelaten.

Wij handhaven onze winsttaxatie voor 2013 op € 1,55 per aandeel (2012: € 1,40). Wij houden daarbij rekening met een of meer overnames in de loop van het jaar. Tegen de huidige beurskoers van € 17,- wordt thans 11 maal de verwachte winst voor aandelen Aalberts Industries betaald. Uitgaande van een stabiele pay out van 25% komt het dividendrendement op 2,3%.

Royal Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) meldde een lastig eerste kwartaal 2013 achter de rug te hebben. Echter, de operationele positie is stabiel en de eerder aangekondigde management maatregelen zijn grotendeels doorgevoerd. Het nieuwe topmanagement, CEO Gerard van de Aast en CFO Hans Turkesteen, besloot tot een aanvullende reorganisatie van € 80 miljoen, verlies van 1.300 arbeidsplaatsen, teneinde de concurrentiekracht in Nederland en Duitsland te verbeteren en de capaciteit in lijn te brengen met de marktomstandigheden. Het resultaat stond in het eerste kwartaal onder druk. Er konden nog geen gedetailleerde en vergelijkende cijfers worden gegeven, omdat het forensisch onderzoek in Duitsland en Polen nog niet is afgerond. Zulks zal naar verwachting begin juni zijn gerealiseerd. Dan zullen ook, in lijn met de wettelijke bepalingen voor de financiële verslaglegging, de herzieningen in de vergelijkende cijfers over 2011 in de jaarrekening over 2012 worden verwerkt omdat een deel van de afwaarderingen betrekking heeft op eerdere jaren. Vooralsnog bedraagt de verwachte afwaardering in Polen circa € 150 miljoen en die in Duitsland € 220 miljoen. In Duitsland betreft het met name de waardering van oude debiteurenposities, ten onrechte naar de toekomst doorgeschoven projectverliezen en de afwaardering van het onderhanden werk. Vooral deze laatste

post valt hoger uit dan aanvankelijk verwacht en is debet aan de hogere voorziening van € 220 miljoen in plaats van de eerder gemelde € 150 miljoen. De Poolse afwaardering heeft voor een belangrijk deel betrekking op het AWW-project. Voor dit project is Imtech op 12 maart jl. een buitengerechtelijke schikking overeengekomen, waarmee aan de samenwerking met de opdrachtgevers een definitief einde is gekomen. Verder is in Polen de waardering van de oudere debiteurenposities naar beneden bijgesteld en zijn diverse kleinere onderhanden werkposten afgeboekt. De afwaarderingen in Duitsland en Polen zijn non-cash posten en hebben geen directe invloed op de liquiditeitspositie. Na afronding van het forensisch onderzoek zal Imtech besluiten of aangifte zal worden gedaan bij de bevoegde strafrechtelijke instanties in Duitsland en Polen in verband met handelingen van het inmiddels ontslagen management die zouden kunnen worden gekwalificeerd als frauduleus of misleidend. Door Imtech wordt thans onderzocht in hoeverre een deel van de geleden schade voor vergoeding door verzekeraars in aanmerking komt. Deze mogelijke vergoeding is niet meegenomen in de verwachte afwaarderingen. Het is de bedoeling de onderzoeksresultaten te bespreken tijdens de komende Algemene Vergadering van Aandeelhouders op 28 juni a.s. De positieve elementen in het trading statement betroffen:

- De voldoende liquiditeit en financiële stabiliteit. De door ING en Rabobank verstrekte brugfaciliteit en de met de belangrijkste financiers overeengekomen *continuation agreement* hebben hiervoor gezorgd. De liquiditeitspositie is stabiel en op dit ogenblik wordt in beperkte mate gebruik gemaakt van de verstrekte brugfaciliteit;
- Dit betekent dat de eerder aangekondigde claimmissie van € 500 miljoen die zal worden aangewend voor schuldreductie, naar verwachting niet behoeft te worden verhoogd;
- De orderportefeuille is op peil gebleven in vergelijking met de stand per ultimo 2012 en bedroeg onveranderd € 6,4 miljard.

Een korte samenvatting van de ontwikkelingen in de belangrijkste onderdelen van Imtech is als volgt:

- 1) In de UK & Ierland (circa 11% van de groepsomzet, 10% van EBIT*) heeft Imtech een goed kwartaal achter de rug. De orderportefeuille is goed gevuld;
- 2) In Nordic (circa 14% van de groepsomzet, 15% van EBIT*) heeft Imtech een redelijk kwartaal achter de rug. Een aantal nieuwe projecten is iets later dan gepland van start gegaan. De orderportefeuille is gestegen;
- 3) In Nederland (circa 15% van de groepsomzet, 7% van EBIT*) was het eerste kwartaal moeizaam. Voortdurende lastige marktomstandigheden waren aanleiding voor een aanvullende reorganisatie. De orderportefeuille is wat teruggelopen;
- 4) Imtech Duitsland & Oost Europa (circa 30% van de groepsomzet, 40% van EBIT*) heeft een moeizaam kwartaal achter de rug. Een kostenbesparingsprogramma en reorganisatie zullen de resultaten ondersteunen. De orderportefeuille is gelijk gebleven;
- 5) Imtech ICT (circa 12% van de groepsomzet, 15% van EBIT*) heeft goed gepresteerd. De orderportefeuille is goed;
- 6) Imtech Marine (circa 9% van de groepsomzet, 6% van EBIT*) is het jaar matig gestart. De orderportefeuille is licht gegroeid;
- 7) Imtech Traffic & Infra (circa 3% van de groepsomzet, 3% van EBIT*) kende een lastige start van het jaar door overcapaciteit bij het Infrabedrijf. Dit wordt geadresseerd door de geplande extra reorganisatie. De orderportefeuille is stabiel;
- 8) Imtech Spanje (circa 4% van de groepsomzet, 2% van EBIT*) heeft een solide kwartaal achter de rug. De orderportefeuille is stabiel;
- 9) Imtech Turkije (circa 2% van de groepsomzet, 1% van EBIT*) had een redelijke start van het jaar en de orderportefeuille is gegroeid.

*) schattingen: beheerteam op basis cijfers Imtech 2011 en H1 2012

Imtech meldde voorts goede voortgang te hebben geboekt bij de aanpassing van het besturingsmodel. In de toekomst blijft het Bestuur het decentrale bestuursmodel hanteren als basis van de organisatie. Tegelijkertijd zullen de kwaliteit en effectiviteit van de business controls aanzienlijk worden versterkt. Met ingang van 20 maart jl. is de goedkeuringsprocedure voor grotere projecten aangescherpt. Begin april is de extern aangetrokken accountant die de Interne Accountants Dienst gaat leiden met zijn werkzaamheden begonnen. De functionele rapportagelijnen van de financiële en juridische disciplines zijn inmiddels ingevoerd. Bij de verdere versterking van de business controls zal ook externe expertise worden ingezet. Voor de uitbreiding van de Raad van Bestuur met twee leden is de zoekopdracht verstrekt en de procedure loopt inmiddels. Ernst & Young heeft onderzocht hoe het huidige besturingsmodel functioneerde. Dit onderzoek bevestigt dat de ontwikkeling van het risicomanagement geen gelijke tred heeft gehouden met die van de omvang en complexiteit van de organisatie. Het onderzoeksverslag geeft tevens aan dat een goede implementatie van de genoemde maatregelen zal bijdragen aan een verlaging van het inherente risicoprofiel, een verhoging van de financiële weerbaarheid en een versterking van de business controls.

Conclusie: het nieuwe management maakt in rap tempo schoon schip bij Royal Imtech. Op de aanstaande AvA van 28 juni zal voor het eerst een volledig beeld van het 'nieuwe' Imtech zichtbaar zijn, omdat dan alle nu nog ontbrekende informatie beschikbaar is. Op voorhand lijkt 2013 een verloren jaar te zijn vanwege de vele incidentele kosten (voorzieningen, afboekingen, eenmalige kosten adviseurs/banken e.d.) die het totaalbeeld overheersen. Wanneer vooruit wordt gekeken naar 2014 en volgende jaren ontstaat geleidelijk het beeld van een *leaner and meaner* Imtech met toonaangevende marktposities in elektrotechniek en werktuigbouw in Duitsland, de Nordic en het Verenigd Koninkrijk ondersteund door een zeer winstgevend opererende ICT-tak. Een mogelijke verkoop van de in onze ogen niet-strategische Marine-divisie zou Imtech betrekkelijk snel een ruim voldoende liquide en solvabele status opleveren. Tegen deze achtergrond beschouwen wij de huidige beurskoers van € 8,50 als een bescheiden waardering voor een zeer kansrijke portfolio. Naar verwachting zal de beurskoers de komende maanden nog uiterst volatiel kunnen reageren op de definitieve uitkomsten van het forensisch onderzoek. Wij handhaven op basis van het hiervoor geschetste scenario onze bestaande positie in Royal Imtech (375.000 aandelen, ofwel 7,7% van de portefeuille).

Koninklijke TenCate (marktleider in materiaaltechnologie) kende een redelijk voortvarende start van 2013. Met name de kunstgrasactiviteiten lieten een goede performance zien en de omzet van *product champion* Defender-M (vlamwerende materialen) herstelde van het lage niveau van de tweede helft van 2012. De vorig jaar ingezette kostenmaatregelen en efficiencyverbeteringen hebben geleid tot onder meer een verbetering van de brutomarge en het werkkapitaal. De schuldpositie daalde in vergelijking met die van ultimo 2012 met € 6 miljoen, exclusief de invloed van acquisities. De operationele cashflow steeg van € 10 miljoen in Q1 2012 naar € 13 miljoen.

Toelichting: Sector Advanced Textiles & Composites: De omzet in Defender-M was in Q1 2013 boven verwachting, maar bevond zich in vergelijking met het relatief goede eerste kwartaal van 2012 op een lager niveau. De omzet in de defensiemarkt buiten de VS (= circa 15% van de totale Defender-M omzet) nam verder toe. De groei van de Tecasafe Plus portfolio in de wereldwijde industriële markt compenseerde in toenemende mate de omzetontwikkeling in de Amerikaanse defensiemarkt. De omzet binnen de composietengroep ontwikkelde zich in de VS conform de groeiverwachting. In Europa was sprake van een achterblijvende omzet vanwege vertraagde leveringen aan toeleveranciers voor de Airbus A350. De marktpotentie voor armourcomposieten verbeterde, gelet op het aantal uitstaande tenders. De druk op defensiebudgetten blijft echter aanhouden. De EBITA van de sector daalde ten opzichte van Q1 2012.

Sector Geosynthetics & Grass: Geosynthetics startte het jaar terughoudend door vertragingen in projecten als gevolg van het aanhoudende winterweer in Europa en de VS. Grass liet een goede performance zien, waaraan eerder genomen kostenmaatregelen een positieve bijdrage leverden. De vraag naar speciale (engineered) grasvezels en 3D-geweven velden op basis van de 'matrixtechnologie' nam sterk toe. De EBITA van de sector steeg aanzienlijk.

Gecombineerd leidde een en ander tot een netto omzet van € 241,8 miljoen (Q1 2012: € 256,7 miljoen) en een EBITA van € 12,5 miljoen (Q1 2012: € 13,2 miljoen). De nettowinst daalde met 10% van € 5,1 miljoen naar € 4,6 miljoen.

Wij verhogen onze winsttaxatie 2013 van € 1,25 per aandeel naar circa € 1,50. Daarmee zal TenCate zich deels herstellen van de scherpe winstval van vorig jaar toen per aandeel slechts € 0,86 werd verdiend tegen € 2,31 in

recordjaar 2011 dat toen sterk werd beïnvloed door recordverkoppen van Defender-M. Tegen de huidige beurskoers van € 18,20 wordt thans 12,1 maal de verwachte winst 2013 voor de aandelen TenCate betaald en bedraagt het dividendrendement 3,3%.

ASM International (toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie) rapporteerde eerste kwartaalcijfers die per saldo overeenkwamen met de marktverwachting. Zowel Front-end als ASM PT (Back-end) boekten sterker dan voorziene omzetzakkingen, maar als gevolg van verbeterd margemanagement en een goede kostenbeheersing kwam de EBIT in beide segmenten licht hoger uit dan de marktconsensus. De orderingang was zowel in Front-end als Back-end sterk en preludeert op omzet- en winststijgingen in met name de tweede helft van dit jaar. Vooralsnog handhaven wij een winst per aandeel van circa € 1,25 voor 2013, waarmee de aandelen ASM International tegen de huidige beurskoers van € 25,50 ogenschijnlijk ambitieus worden gewaardeerd. Wanneer echter de normale cyclus in de halfgeleidersector zich in 2014 weer in een sterke expanderende fase zou begeven, zijn winsten per aandeel > € 2,00 zeker niet uit te sluiten. Vooralsnog handhaven wij het huidige belang in ASM International van circa 5% van de portefeuille-omvang. Op donderdag 16 mei a.s. vindt de AvA plaats waarop onder meer de gevoerde strategie inzake de verkoop van een pakket van 12% in ASM PT zal worden besproken. In de huidige beurskoers is nog een (voorgesteld) dividend van € 4,75 (€ 4,25 uit hoofde van verkoop 12% ASM PT + € 0,50 regulier dividend) begrepen.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	14,0%
Nedap	13,7%
Hunter Douglas	12,3%
Acomo	10,1%
Brunel International	8,9%
Aalberts Industries	8,2%
Royal Imtech	7,6%
Koninklijke TenCate	6,7%
ASM International	4,9%
TKH Group	3,5%
Neways Electronics International	2,7%
Liquiditeiten en overige	7,4%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Op donderdag 2 mei werden de rentetarieven door de ECB verlaagd naar niet eerder vertoonde (bodem)niveaus. De hierdoor geschapen extreem ruime liquiditeit vertaalt zich in scherp oplopende koersen in de obligatiemarkt. Met name in tot voor kort als besmet verklaarde markten als Spanje en Italië voltrekt zich momenteel een heuse rally.

Het effect van een ruim beschikbare liquiditeit heeft nog niet geleid tot hogere waarderingen in de Nederlandse small- en midcapmarkt. Kennelijk weegt het matige winstmomentum op korte termijn beleggers nogal zwaar op de maag. Op iets langere termijn achten wij de perspectieven voor een juiste selectie van eersteklas Nederlandse small- en midcaps echter superieur aan vastrentende equivalenten.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het lopende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen koers/winstverhouding van circa 12 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 3 mei 2013