

MAANDBERICHT OVER MEI 2013

Inleiding

De maand mei werd gekenmerkt door een positieve marktstemming. De AEX-index won 4,6% op 363,38, de Amsterdam Midkap-index steeg 3,6% naar 539,39, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 0,1% steeg naar 445,22.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 2,4% van € 28,99 naar € 29,69. Over de eerste vijf maanden van 2013 bedraagt het totale beleggingsresultaat -2,1%.

Per 3 juni 2013 is voor een bedrag van € 40,5 miljoen belegd in 12 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 42,2 miljoen, zodat er een liquide positie en overige bestaat van 4,1% van de portefeuillewaarde.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 juni 2013 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 29,83
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 29,69
Fondsvermogen	€ 42.202.681
Aantal uitstaande aandelen	1.421.705

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	-2,12	+28,36
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+8,34	-8,63
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+3,93	-4,93
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+11,39	-20,05

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/05/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/05/2013)

Peildatum: 31/05/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Nedap	+41,0	+12,5	+0,3	-0,8
2.	UNIT4	+38,2	+29,2	+7,1	+5,1
3.	Aalberts Industries	+34,7	+20,6	+3,5	+3,1
4.	Acomo	+20,6	+10,6	0,0	-9,4
5.	Kendrion	+18,8	+29,3	+9,8	+9,8
6.	TKH Group	+11,2	+16,4	-1,3	-4,0
7.	Brunel International	+3,9	-3,7	-11,4	+5,4
8.	ASM International	+0,3	+2,3	-9,4	+8,9
9.	Koninklijke TenCate	-1,5	+5,1	+2,5	+2,8
10.	Hunter Douglas	-4,8	+7,9	+1,3	+1,3
11.	Neways Electronics Int.	-27,7	-15,4	-10,9	-2,7
12.	Royal Imtech	-55,6	-46,0	+8,3	+10,0

- In mei realiseerden 8 van de 12 deelnemingen (= 67%) een positieve koersperformance. Dit beeld werd enigszins gedeflatteerd door ex-dividend noteringen van **Acomo**, **ASM International**, **TKH Group** en **UNIT4**. Op een 12-maands basis noteren eveneens 8 van de 12 ondernemingen (= 67%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand konden de meeste beurskoersen winsten bijschrijven. Acomo was een dissonant en moest terrein prijsgeven na een uitzonderlijk sterke koersperformance in de voorgaande maanden. **Royal Imtech** wist een deel van het grote verlies in de afgelopen maand in te lopen;
- Twee ondernemingen noteren op jaarbasis een aanzienlijke negatieve totaalopbrengst. Onze qua omvang kleinste positie **Neways Electronics International** beschouwen wij als een *non-core holding*. Voor Royal Imtech zien wij op middellange termijn een zeer interessant koerspotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In april hebben wij de positie in **ASM International** met circa 40% uitgebreid nu het herstel in de halfgeleiderindustrie vastere vormen aanneemt. Daarnaast werd een relatief klein belang in elektromagnetenproducent Kendrion genomen door deel te nemen in de onderhandse plaatsing van aandelen bij gelegenheid van de acquisitie van Kunhke AG.

Bedrijfsnieuws

Wij bezochten de jaarvergadering van **UNIT4** (ontwikkeling en distributie van bedrijfssoftware en cloudapplicaties). Daarbij werd specifiek ingegaan op de door de onderneming geformuleerde 3-jaarsdoelstellingen per ultimo 2015.

- Verhoging EBITDA-marge met 250 basispunten;
- Toenemende efficiency van de R&D-inspanningen;
- Verdere sterke groei van de SaaS- en abonnementenomzet met behoud van licentieomzet;
- Enkelvoudige jaarlijkse groei van de omzet exclusief acquisities, dubbelcijferige jaarlijkse omzetgroei inclusief overnames;
- FinancialForce.com realiseert omzet van tenminste \$ 70 miljoen, hetgeen overeenkomt met een gemiddelde jaarlijkse groei van tenminste 60% vanaf ultimo 2012 (toen: omzet \$ 17 miljoen).

Het is voor het eerst dat UNIT4 concrete doelstellingen voor de middellange termijn prijs gaf. Dit is mede mogelijk nu de transformatie van verdienmodel van licenties naar abonnementen/SaaS zich in de afrondende fase bevindt. De laatste jaren werd de winstgevendheid van UNIT4 op korte termijn geremd door deze omschakeling: waar licentieovereenkomsten direct aan de winst bijdragen, komen de winsten uit abonnementen/SaaS eerst gedurende de loop van

het contract ten goede aan de nettowinst. De grotere *installed base* zal dit winstdrukkende effect gaandeweg neutraliseren en over enkele jaren juist doen omslaan in een groeiversnelling. Deze zal met name vanaf 2015 zichtbaar gaan worden. CEO Chris Ouwinga meldde ter vergadering dat FinancialForce.com vermoedelijk per eind 2014 het *break even point* passeert.

FinancialForce.com kende overigens een sterk eerste kwartaal 2013 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 cloudapplicatie 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: € 1,80). De aandelen UNIT4 noteren tegen de huidige beurskoers van € 27,- een multiple van 13,8 maal de verwachte winst. Gezien de gestegen kans op een winstversnelling vanaf de tweede helft van dit jaar achten wij dit een aantrekkelijke waardering.

Hunter Douglas (raambekleding en bouwproducten) rapporteerde de cijfers over het eerste kwartaal 2013. De omzet daalde met 2,2% van \$ 594,1 miljoen naar \$ 580,9 miljoen. De economische recessie in Europa deed zich gevoelen met volumedalingen van circa 15% in de Benelux, Frankrijk en de Zuid-Europese markten. Daarentegen waren er hogere verkopen in Noord-Amerika (+3%) en Azië (+8%). De EBITDA daalde fractioneel van \$ 35,2 miljoen naar \$ 34,5 miljoen (-2%). Het gerapporteerde nettoresultaat kwam uit op \$ 10,4 miljoen (Q1 2012: \$ 21,5 miljoen), hetgeen te verklaren is uit de nagenoeg afgebouwde Investment Portfolio die in het afgelopen kwartaal een opbrengst van \$ 1,1 miljoen kende tegen \$ 12,1 miljoen in Q1 2012. De balansverhoudingen ondergingen als gevolg van de afbouw van de Investment Portfolio een verdere versterking. De bankschuld daalde met 22% van \$ 720,1 miljoen naar \$ 563,4 miljoen. Omdat de investeringen dit jaar ruim binnen de cashflow zullen blijven is een voortgaande versterking van de balans in de loop van dit jaar alleszins aannemelijk. Er werden geen aanvullende reorganisatievoorzieningen getroffen. Dit is evenmin voorzien voor het tweede kwartaal van dit jaar, omdat de ontwikkeling van de omzetten tot nu toe conform de verwachtingen van het management verloopt. In Q2 2012 werd nog een voorziening van \$ 3,2 miljoen getroffen. Wij zien voornamelijk geen aanleiding om onze prognose van een winst per aandeel 2013 van tenminste € 3,00 (2012: € 2,24) te wijzigen. Daarbij dient te worden bedacht dat het eerste kwartaal traditioneel het minst belangrijke is in de resultatenopbouw. Met name het laatste kwartaal weegt traditioneel zwaar, waarbij de aantrekkende economie in Noord-Amerika een positieve factor is, zeker gezien het feit dat in deze regio de hoogste winstmarges worden gerealiseerd. Tegen de huidige beurskoers van € 31,- wordt thans iets meer dan tien maal de getaxeerde winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Bij een veronderstelde pay out van 43% komt het dividendrendement op 4,2%.

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde eerste kwartaalcijfers 2013 die licht achterbleven bij de marktconsensus. De omzet steeg met 3% van € 287,5 miljoen naar € 296,2 miljoen. De omzet in de Energy-divisie steeg met 4% naar € 201 miljoen, waarbij een teruggang van € 36 miljoen bij het onderdeel Offshore Construction Projects ruimschoots werd gecompenseerd door een 30%-toename bij de traditionele Energy-activiteiten. De groeps-EBIT daalde met 35% van € 20,8 miljoen naar € 13,5 miljoen, welke teruggang voor ruim de helft werd verklaard uit het feit dat het afgelopen kwartaal twee werkdagen minder telde dan Q1 2012. De Duitse markt ontwikkelde zich boven verwachting met een omzetgroei van 12%. Overigens moet de komende maanden rekening worden gehouden met een terugval van de groei, omdat de kwartalen 2 t/m 4 vorig jaar uitzonderlijk sterk waren. Nederland viel in het eerste kwartaal tegen met een omzetzijging van 9% en een brutomargedaling van 35% naar 31%. Er werd een last van € 1 miljoen genomen voor eenmalige kosten, voortkomend uit het forensisch onderzoek. Er behoeft geen aanvullende lasten te worden genomen uit hoofde van de begin dit jaar aangetroffen fraude in Houston. Wij beschouwen het lopende jaar als een jaar van transitie, waarbij tijdelijk geen (winstgroei)ondersteuning vanuit Offshore Construction Projects zal plaatsvinden. Vanaf 2014 zal de winst naar verwachting weer met procentueel dubbele cijfers kunnen groeien. Uitgaande van een winst per aandeel van circa € 1,80 (2012: € 1,69) voor het lopende jaar en van € 2,20 voor 2014 achten wij de aandelen Brunel International tegen de huidige beurskoers van € 33,50 aantrekkelijk

gewaardeerd. Op woensdag 26 juni a.s. wordt de verlate Algemene Vergadering van Aandeelhouders gehouden, waarover wij u volgende maand zullen berichten. Twee dagen later noteren de aandelen € 1,- ex dividend, zodat het dividendrendement bij de huidige beurskoers 3% bedraagt.

Wij waren aanwezig op de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van **Amsterdam Commodities** (Acomo), welke deels in het teken stond van de vertrekkende CEO Stéphane Holvoet. Zijn opvolger, Erik Rietkerk, werd voorgesteld aan de aandeelhouders. Er was een interessante presentatie van Bob Majkrzak, CEO van dochter Red River Commodities, waar het afgelopen jaar stevig is geïnvesteerd (in totaal \$ 12 miljoen) in een nieuwe zonnebloempittenverwerkende fabriek in Lubbock, Texas, ten behoeve van de snackindustrie. Majkrzak schetste een uiterst positief beeld voor Red River Commodities voor de middellange termijn. De eind vorig jaar in gebruik genomen fabriek zal in 2013 volledig bijdragen aan de groepsresultaten. Voorts werd duidelijk dat de resultaten van Acomo in 2012 eenmalig nadelig zijn beïnvloed door een verlies van circa € 0,8 miljoen bij King Nuts & Raaphorst uit hoofde van een faillissement van een belangrijke afnemer. Tenslotte kan worden vermeld dat momenteel in Ruddervoorde, België, voor een bedrag van € 4 à 4,5 miljoen wordt geïnvesteerd in een nieuwe lokatie van Snick Ingredients. Vanuit deze nieuwe vestiging kunnen de uitleveringen van het in oktober 2012 verworven grote Cargill-contract efficiënter plaatsvinden. Voornoemde factoren geven aan dat de potentiële winststijging van Acomo in 2013 wel eens groter kan zijn dan waar de marktconsensus thans vanuit gaat. De meeste analisten voorzien een winststabilisatie, cq lichte winstdaling na het voorspoedig verlopen 2012. Eerder meldde Acomo 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 € 14,95 wordt aldus 12,2 maal de verwachte winst voor de aandelen Acomo betaald en bedraagt het dividendrendement 4,9%.

Royal Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) publiceerde de voorlopige aangepaste jaarcijfers over 2011 en 2012. De afwaarderingen inzake Duitsland en Polen bedragen in totaal € 370 miljoen vóór belastingen, zoals eerder bekend gemaakt op 23 april jl. Hiervan is € 267 miljoen ten laste gebracht van de winst- en verliesrekening 2012, € 54 miljoen ten laste van de winst- en verliesrekening 2011 en € 49 miljoen is aangepast in de openingsbalans 2011. De afwaarderingen hebben vooral betrekking op onderhanden werk en vorderingen. De genoemde bedragen zijn vóór belastingen. De belastingbate met betrekking tot de € 370 miljoen afwaardering bedraagt € 50 miljoen, waarvan € 28 miljoen in 2012, € 12 miljoen in 2011 en € 10 miljoen in de openingsbalans 2011. Voorts werd een bedrag van € 28 miljoen (€ 13 miljoen ten laste van 2011 en € 15 miljoen aangepast in de openingsbalans 2011) afgeboekt in verband met 'materiële fouten in het verleden'. Inclusief de afwaarderingen over 2012 is het resultaat vóór belastingen 2012 uitgekomen op € 222 miljoen negatief. Exclusief de afwaarderingen inzake Duitsland en Polen bedraagt de winst vóór belastingen € 45 miljoen. Voortaan zal Imtech EBITDA rapporteren in plaats van EBITA, om meer in lijn te zijn met de gebruiken in de sector. De gerapporteerde EBITDA over 2012 bedraagt € 52 miljoen negatief. De gerapporteerde EBITDA is inclusief een reorganisatielast van € 50 miljoen, zoals reeds eerder was gemeld. De EBITDA exclusief de afwaarderingen en de reorganisatielast bedraagt € 265 miljoen. De afwaarderingen in Duitsland en Polen hebben ook geresulteerd in een herziening van de winst- en verliesrekening 2011. De aanpassing betekent een verlaging van de winst vóór belastingen met € 54 miljoen. De winst- en verliesrekening 2011 is ook aangepast met andere posten, die een daling van de winst vóór belastingen van € 13 miljoen tot gevolg hebben. De gerapporteerde EBITDA bedraagt € 257 miljoen. De EBITDA zonder deze herzieningen bedraagt € 324 miljoen.

Op de balans per ultimo 2012 zijn de totale activa met € 116 miljoen toegenomen, vooral door acquisities. De post goodwill is met € 84 miljoen toegenomen. De jaarrekening 2012 bevat voorts een impairment van € 20 miljoen in verband met Spanje. Deze impairment was reeds bekend gemaakt ultimo oktober 2012. Het eigen vermogen is met

€ 267 miljoen afgenomen, vooral als gevolg van het verlies over 2012. Het gevolg is dat de solvabiliteit is gedaald naar 14% (eind 2011: 22%). De netto rentedragende schuld bedraagt € 773 miljoen, dat wil zeggen binnen de marge van de eerder geïndiceerde € 800 miljoen. Het werkkapitaal bedraagt € 69 miljoen, ofwel 1,3% van de omzet. Per ultimo 2011 bedroeg het werkkapitaal € 230 miljoen, ofwel 4,5% van de omzet. Vorige maand meldde Imtech 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 deze maand zijn gerealiseerd. Dan zullen ook, in lijn met de wettelijke bepalingen voor de financiële verslaglegging, de herzieningen in de vergelijkende cijfers over 2011 definitief in de jaarrekening over 2012 worden verwerkt omdat een deel van de afwaarderingen betrekking heeft op eerdere jaren. 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 claimemissie 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 a.s. 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 € 8,85 als een bescheiden waardering voor een zeer kansrijke portfolio. Naar verwachting zal de beurskoers de komende periode nog uiterst volatiel kunnen reageren op de definitieve uitkomsten van het forensisch onderzoek en de voorwaarden van de komende claimemissie. Wij handhaven op basis van het hiervoor geschetste scenario onze bestaande positie in Royal Imtech.

ASM International (toelieferingen aan de halfgeleiderindustrie) hield medio mei de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering. Het Bestuur gaf bij deze gelegenheid een toelichting op de gevolgde strategie met betrekking tot de verkoop van een 12%-pakket in back-end deelneming ASM PT. Na deze verkoop houdt ASMI nog 40% van de ASM PT-aandelen. De beoogde doelstelling van de op advies van twee *investment banks* uitgevoerde verkooptransactie, te weten het wegwerken van de impliciete discount van de front-end divisie in de beurswaardering van ASMI, werd vooralsnog niet gerealiseerd. Nog altijd wordt aan de front-end tak nauwelijks waarde toegekend, wanneer de beurswaarde van het nu resterende 40%-pakket in ASM PT, genoteerd te Hongkong, van de beurswaarde van ASMI wordt afgetrokken. De reactie van beleggers op de keuze van het Bestuur om de discount weg te werken door 'slechts' een pakket van 12% ASM PT-aandelen te verkopen was uitgesproken negatief. In maart, toen het besluit wereldkundig werd gemaakt, daalde de ASMI-koers met 15%. Bij de bekendmaking van de eerste kwartaalcijfers in april meldde ASMI een sterke orderingang in zowel front-end als back-end, welke preludeert op een omzet- en winstherstel in de tweede helft van dit jaar. Tegen deze achtergrond en de wetenschap dat ASMI na de verkoop van het ASM PT-pakket thans schuldenvrij is, hebben wij in de verslagmaand de positie uitgebreid. Daarbij speelt mee dat wij eind juli een extra dividend van € 4,25 per aandeel tegemoet kunnen zien, zijnde 65% van de verkoopopbrengst van de ASM PT-transactie. Vooralsnog handhaven wij de taxatie van een winst per aandeel van circa € 1,20 voor 2013, waarmee de aandelen ASM International tegen de huidige beurskoers van € 27,00 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.

Technologiebedrijf **TKH Group** rapporteerde de cijfers over het eerste kwartaal 2013. De omzet nam met 10,2% toe van € 258,9 miljoen naar € 285,3 miljoen. Deze stijging was het gevolg van de omzetbijdrage van de vorig jaar geacquireerde bedrijven Aasset Security en Augusta Technologie. Autonomoos daalde de omzet met 1,7%. De EBITA daalde met 5,2% van € 20,2 miljoen naar € 19,2 miljoen. In Building Solutions werd zowel autonomoos als door de genoemde acquisities een sterke stijging van de EBITA gerealiseerd. De segmenten Telecom en Industrial Solutions lieten een daling zien. De daling bij Telecom werd met name veroorzaakt door de lange winterperiode in Europa. In Industrial Solutions werd de daling voornamelijk veroorzaakt door de lagere bezettingsgraad als gevolg van de lagere orderingang in de eerste helft van 2012. De sedert medio 2012 sterk gestegen orderingang in dit segment evenals de positieve vooruitzichten voor een verdere toename van de orderintake stemmen het management positief over de verdere resultaatontwikkeling in Industrial Solutions vanaf het tweede halfjaar. Daarentegen blijven de marktomstandigheden binnen Building Solutions naar verwachting voor de rest van het jaar nog uitdagend door de ongunstige omstandigheden in de bouw- en constructiesector.

Wij hanteren een prognose van de winst per aandeel 2013 van € 1,50 (2012: € 1,28), waarbij de aantekening dat vorig jaar in totaal voor een bedrag van ruim € 12 miljoen aan acquisitie- en reorganisatiekosten op het resultaat drukten. Wij verwachten dat het winstmomentum van TKH Group vanaf de tweede jaarhelft ten positieve zal keren onder invloed van de dan snel verbeterende bezettingsgraad in Industrial Solutions. Tegen de huidige beurskoers van € 20,- wordt thans 13,3 maal de verwachte winst voor het lopende jaar betaald voor de aandelen TKH Group en bedraagt het dividendrendement 3,8%.

In mei verwierven wij een belang in elektromagnetenproducent **Kendrion** via inschrijving op een sub 10-emissie bij gelegenheid van de overname van sectorgenoet Kuhnke AG. Door deze acquisitie voegt Kendrion circa 40% aan de groepsomzet toe. Kuhnke is een familiebedrijf uit Zuid-Duitsland dat lager rendeert dan Kendrion. Naar verwachting zal het Kendrion-management binnen twee jaar de Kuhnke activiteiten naar het eigen groepsgemiddelde hebben getild. Door de overname geraakt Kendrion per direct een heel eind in de richting om de intern geformuleerde omzetdoelstelling van € 450 – 500 miljoen per eind 2015 te realiseren. Op basis van de opdrachtenportefeuille wordt verwacht dat Kendrion vanaf de tweede helft van dit jaar weer omzet- en winstgroei zal tonen na een periode van teruglopende omzetten en resultaten die de weerslag vormde van de recessie van vier jaar geleden. Met name strategische leveringsprogramma's aan de Automotive sector vergen een aanlooptijd van circa vier jaar. Per saldo voorzien wij voor 2013 een stabiele winst per aandeel van circa € 1,35, waarna de volgende jaren een winstversnelling naar € 1,85 (2014) en € 2,25 (2015) haalbaar lijkt. Kendrion beschikt na de overname onveranderd over een krachtige financiële positie. Een naar alle waarschijnlijkheid eind dit jaar te betalen boete uit hoofde van vermeende overtreding van kartelregels door een vroegere dochteronderneming is volledig voorzien in de balans. Tegen de huidige beurskoers van € 20,50 wordt circa 11 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Kendrion betaald en komt het dividendrendement uit rond 3%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 juni 2013 betreffen:

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

Vooruitzichten

De maand juni ging van start met winstnemingen volgend op de continue koersstijgingen van de voorgaande weken. De omzetten ter beurse zijn laag, temeer daar ondernemingsnieuws voorlopig schaars is. In het tweede deel van juli zal het seizoen van de halfjaarcijfers een aanvang nemen en zou de aandelenmarkt haar opgaande tendens kunnen hervatten. De komende maand zal in het teken (kunnen) staan van de verlate resultaten van Royal Imtech, waarvan wij u vanzelfsprekend op de hoogte zullen houden. Op iets langere termijn achten wij de perspectieven voor een juiste selectie van eersteklas Nederlandse small- en midcaps absoluut superieur aan die van 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 13,0 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 6 juni 2013

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen