

MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2012

Inleiding

De maand augustus stond geheel in het teken van het zomerreces. Bij zeer lage omzetten wisten de indices per saldo kleine winsten te boeken. De AEX-index steeg 1,0% naar 329,28. De Amsterdam Midkap-index klom 1,1% naar 504,24, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 1,4% won op 373,86.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 2,2% van € 28,81 naar € 29,45. Over de eerste acht maanden van 2012 bedraagt de netto totaalopbrengst van het Add Value Fund +21,0%.

Per 3 september 2012 is voor een bedrag van bijna € 41,4 miljoen belegd in 14 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 41,2 miljoen, zodat er een debetpositie bestaat van 0,4% van de portefeuillewaarde.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 september 2012 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 29,59
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 29,45
Fondsvermogen	€ 41.197.604
Aantal uitstaande aandelen	1.399.049

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*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+21,00	+24,20
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+9,07	-19,29
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+11,93	-13,92
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+0,95	-34,83

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/08/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/08/2012)

Peildatum: 31/08/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	LBI International	+105,9	+22,8	+9,4	+ 5,7
2.	ASM International	+51,6	-0,5	+1,8	- 9,3
3.	Brunel International	+51,1	+15,6	+6,3	+11,9
4.	Nedap	+38,5	+24,0	+21,3	+10,0
5.	TMC Group	+33,0	+21,6	-1,5	- 6,2
6.	Acomo	+16,8	+0,5	-3,5	+ 0,1
7.	UNIT4	+8,4	-7,3	+0,2	+ 4,1
8.	Aalberts Industries	+4,7	-10,4	+4,6	+ 5,9
9.	TKH Group	+3,5	-7,2	-8,7	- 1,1
10.	Royal Imtech	+1,7	-18,2	-1,5	- 0,9
11.	Hunter Douglas	-10,5	-12,7	-11,8	- 1,2
12.	Koninklijke TenCate	-22,7	-21,9	-1,0	+ 0,2
13.	Neways Electronics Int.	-27,0	-17,4	+0,4	+ 0,6
14.	Macintosh Retail Group	-37,0	-11,8	-4,8	+ 4,0

- In augustus realiseerden 9 van de 14 deelnemingen (= 64%) een positieve performance. Op een 12-maands basis noteren 10 van de 14 ondernemingen (= 71%) een positieve performance;
- **Brunel** en **Nedap** waren in augustus de *starperformers* nadat beide ondernemingen beter dan verwachte halfjaarcijfers rapporteerden, terwijl de vooruitzichten op voortgezette winstgroei in 2013 verbeterden. De zwakke koersperformance van **ASM International** en **TMC Group** in augustus volgde op halfjaarcijfers die achterbleven bij de marktverwachting. Voor beide ondernemingen blijft het perspectief op een gezonde winstgroei in 2013 en verdere jaren overigens onveranderd gunstig;
- **Hunter Douglas**, **Koninklijke TenCate**, **Neways Electronics International** en **Macintosh Retail Group** zijn de vier achterblijvers in de portefeuille. Deze ondernemingen zijn onzes inziens fors ondergewaardeerd in vergelijking met hun *fair value*.

Mutaties in de portefeuille

In augustus werden geen transacties verricht.

Bedrijfsnieuws

Brunel International (internationale detachering) liet over het tweede kwartaal 2012 wederom een fraai resultaat zien. De omzet steeg met 40% naar € 303 miljoen en de EBIT nam met 31% toe tot € 15,6 miljoen. Brunel Energy vervolgde haar indrukwekkende opmars met een omzetstijging van 57% naar € 212 miljoen, de hoogste kwartaalomzet ooit, bij een EBIT van € 10,5 miljoen (+97%). De Energy-diensten maken nu 70% van de totale groepsomzet uit en 67% van de EBIT. In het eerste halfjaar 2012 steeg de groepsomzet met 33,5% naar € 594 miljoen en klom de nettowinst met 32,8% naar € 25 miljoen, ofwel een winst per aandeel van € 1,06 tegen € 0,81 in H1 2011 (+31%).

Ondanks de uitdagende economische omgevingsfactoren wist Brunel in al haar deelmarkten groei te realiseren. In de verzadigde Nederlandse detacheringmarkt werd in het tweede kwartaal een omzetgroei van 3% geboekt en steeg de EBIT met 12% naar € 3,9 miljoen. Het omvangrijke en versnelde R&D-programma van ASML zal naar verwachting een positieve uitwerking hebben voor Brunel Nederland. ASML zoekt de komende periode 1.200 – 1.300 ingenieurs, waarmee ASML een van Brunel's snelst groeiende klanten is en inmiddels binnen de top-10 klanten van Brunel Nederland is doorgedrongen. Brunel is vastbesloten haar binnenlandse marktaandeel te vergroten en ziet daartoe ruimschoots mogelijkheden. De top-3, Brunel Nederland, Yacht (Randstad) en Innativ (USG People) hebben gezamenlijk slechts minder dan 20% marktaandeel. Daarnaast breidt Brunel NL ook uit in de richting van nieuwe business lines: sinds kort worden specialisten geleverd voor de vakgebieden Marketing & Communicatie en Healthcare.

In Duitsland is onverminderd sprake van een sterke groei. De omzet nam in Q2 2012 met 19% toe tot € 43,5 miljoen. De EBIT daalde evenwel met 8% naar € 3,6 miljoen als gevolg van een ontwikkeling waarbij de kosten voor de baat uitgingen, zoals een toename in account managers, investeringen in sales en marketing, alsmede het feit dat er in Q2 één werkdag minder was. Het aantal directe medewerkers stond in Duitsland per ultimo juni op een nieuwe recordhoogte van 2.036, hetgeen bijna een verdubbeling is ten opzichte van eind 2009 (toen: 1.173). De penetratiegraad staat in Duitsland nog steeds op een laag niveau in vergelijking met Nederland. Een flexibele schil wordt echter meer en meer een 'gewoon' onderdeel van de bedrijfsvoering en het HRM-beleid. Brunel ziet hierdoor steeds meer nieuwe klanten die voor het eerst flexwerknemers in dienst nemen (voor maximaal één jaar). Momenteel heeft Brunel Duitsland 700 – 800 klanten en dit aantal neemt snel toe. Een voortzetting van het huidige hoge groeitempo lijkt vooralsnog alleszins aannemelijk. In de jonge groeiemarkten (België, Oostenrijk, Polen en Denemarken) boekte Brunel in het eerste halfjaar 2012 een omzet van € 16,5 miljoen, een stijging van 10% ten opzichte van H1 2011. Er werd nog een negatieve EBIT van € 0,1 miljoen geboekt. Het management van Brunel is er van overtuigd dat ook in deze gebieden de succesvolle Brunel-formule op termijn tot aansprekende resultaten gaat leiden. Sinds kort is ook een eerste vestiging in Zwitserland geopend. Met Brunel Energy gaat het beter dan ooit tevoren. De traditionele Energy diensten (het leveren van expats voor onderhoud & beheer van olie- en gasplatformen) zijn goed voor circa 70% van de totale Energy omzet. Deze groeiden met bijna 20% in de eerste zes maanden van 2012, bijna het dubbele van de normale groei van deze kenmerkende wederkerende dienstverlening. De bovengemiddelde groei heeft te maken met de aanwas van nieuwe klanten in voornamelijk Noord-Amerika. Brunel Energy wil minder afhankelijk worden van haar twee grootste klanten, Exxon Mobil en Chevron, en gaat zich in toenemende mate toeleggen op de vele duizenden 'independents' in de Verenigde Staten en Canada. Behalve nieuwe offshore klanten heeft Brunel Energy ook Rio Tinto als onshore klant binnengehaald. Speciaal voor deze klant is een nieuw kantoor geopend in Salt Lake City. Binnenkort gaat Brunel Energy expats voor traditionele Energy diensten leveren aan Rio Tinto. Daarnaast neemt ook de groei in grote offshore olie- en gasprojecten (circa 30% van de Energy omzet) nog steeds sterk toe. Het afgelopen halfjaar droegen de energieprojecten Kipper Tuna, Gorgon, North Rankin Bay en Domgas in sterke mate bij aan de exceptionele groei. De pijplijn voor de tweede helft van 2012 en met name 2013 is zeer goed gevuld met grote projecten als Wheatstone en Ichthys (offshore projecten in Australië). Global sourcing wordt daarbij in toenemende mate belangrijk. Er zijn nu vier *recruitment hubs* in Singapore, Perth, Dubai en Manchester, waarbij vanuit de laatste vestiging nu 24/7 expats worden geleverd alleen voor de olie- en gasindustrie.

Brunel blijft tenslotte volop inzetten op en investeren in het project 'One Brunel, One IT'. De back-, mid- en frontoffice worden wereldwijd volledig met elkaar geïntegreerd via een Microsoft-pakket. Hiermee wordt één database met een 'schat' aan informatie gecreëerd. Het project moet in 2013 klaar zijn en gaat in totaal circa € 12 miljoen kosten, waarvan reeds € 6,5 – 7 miljoen is verwerkt in de cijfers.

Brunel International blijft als eersteklas kwaliteitsonderneming daarmee de stijle groeicurve onverminderd volgen. De omzet is sinds 2001 puur autonoom vervijfvoudigd (2001: € 210 miljoen) en de nettowinst is meer dan vervijftienvoudigd (2001: € 3,8 miljoen). Het aantal directe en indirecte werknemers is sindsdien ruim verdrievoudigd (2001: 3.516). De omzet in Duitsland zal die van Nederland dit jaar voor het eerst overtreffen en kan in potentie binnen vijf jaar nog eens verdubbelen. De perspectieven van Brunel Energy zijn dusdanig positief dat de omzet de komende jaren nog sterk kan groeien en binnen 2 -3 jaar de magische grens van € 1 miljard kan doorbreken. Een aparte beursnotering van Brunel Energy is op termijn een aantrekkelijke optie.

Voor het lopende jaar achten wij een winst per aandeel van tenminste € 2,25 (2011: € 1,83) alleszins haalbaar. Een dividend van € 1,00 (2011: € 0,90) levert bij de huidige beurskoers van € 34,80 een dividendrendement van 2,9% op. Een winstgroei van tenminste 10% in 2013 is gezien de huidige pijplijn aan grote energieprojecten en de vooruitzichten in groeiemarkt Duitsland een realistisch scenario. De aandelen Brunel International noteren, gecorrigeerd voor de netto cashpositie van circa € 85 miljoen, slechts 12 maal de verwachte nettowinst 2013. Dat is in alle opzichten als bescheiden te kwalificeren, zowel ten opzichte van *peers* als in absolute zin. Wij handhaven daarom de aandelen Brunel in de bovenste regionen van de portefeuille.

De halfjaarcijfers van bedrijfssoftwarespecialist **UNIT4** werden in belangrijke mate beïnvloed door aan het licht gekomen boekhoudkundige onregelmatigheden bij de in 2010 overgenomen Poolse onderneming Teta. Hiertoe moest de

gerapporteerde groepsomzet over 2011 neerwaarts worden bijgesteld met € 8,9 miljoen naar € 446 miljoen en kwam de EBITDA over 2011 in plaats van de eerder gerapporteerde € 87,9 miljoen uit op € 83,8 miljoen (-5%). KPMG voert momenteel een forensische audit review uit om finale zekerheid omtrent de verwerking van de gerezen problematiek – het niet of onjuist verwerken van in het verleden verrichte transacties met externe partners – te verkrijgen. Gecorrigeerd voor deze abberatie bleken de halfjaarcijfers licht achter te blijven bij de marktconsensus. De groepsverkopten stegen weliswaar met 4% naar € 230,8 miljoen, maar bleven daarmee circa 2%-punt achter bij de verwachting. De EBITDA bedroeg € 37,0 miljoen, hetgeen een stijging van 3% betekende in vergelijking met het herziene EBITDA H1 2011 resultaat van € 35,9 miljoen, maar een daling van € 1 miljoen in vergelijking met het oorspronkelijke resultaat van € 38,0 miljoen. Ondanks deze licht tegenvallende resultaten was de koersreactie ter beurze mild. Dit had alles te maken met het optimistische statement van het UNIT4 management voor 2012 waarbij de vooruitzichten voor een enkelcijferige groei van zowel omzet en EBITDA ten opzichte van 2011 (zonder de neerwaartse bijstelling als gevolg van de fraude in Polen) blijft gehandhaafd. Met name de maanden juni en juli toonden een stevige groei van de EBITDA nadat april (-13%) en mei (-7%) in dit opzicht tegenvielen. De turnaround in Duitsland speelt hierbij een rol. In de eerste zes maanden van 2012 steeg hier het EBITDA-verlies van € 1,4 miljoen naar € 3,0 miljoen. Een uitgestelde mega-order voor de gemeente Berlijn zal dit beeld in de tweede helft van het jaar al doen verbeteren. Overigens presteerde UNIT4 in Noord Amerika, het Verenigd Koninkrijk en Noorwegen beter dan verwacht, was er een bescheiden 2% groei in de Benelux en was er een verwachte 10% omzetzijging in Spanje. De groei van 83%-deelneming FinancialForce.com bleef *triple digit* met +125%. Naar verwachting zal FinancialForce.com vanaf 2014 substantieel aan de winst gaan bijdragen. De gemiddelde winstverwachting voor 2012 op basis van EBITDA werd met circa 2-3% verlaagd van € 95 miljoen naar € 93 miljoen. Omdat het perspectief voor 2013 en volgende jaren intact blijft, zien wij geen aanleiding om onze opinie inzake UNIT4 te wijzigen. De onderneming blijft onderliggend een van de meest kansrijke onafhankelijke bedrijfssoftware aanbieders van Europa. Gezien de aanhoudende consolidatietendens in de sector en de stille reserve in de FinancialForce.com deelneming komt het gemiddelde koersdoel van banken/brokers van € 25 – 26 in vergelijking met de huidige beurskoers van € 20,- ons als enigszins behoudend voor.

Wij brachten een bedrijfsbezoek aan **Hunter Douglas** (raambekleding en architectonische producten). De cijfers over het eerste halfjaar 2012 waren min of meer conform onze taxatie met een omzet van US \$ 1.243 miljoen (-3,2% ten opzichte van de eerste zes maanden van 2011) en een EBIT van US\$ 64,9 miljoen (-9,7% in vergelijking met H1 2011). De resultaten verbeterden in Noord-Amerika (40% van de omzet) en Australië (4%) en waren lager in Europa (39% van de omzet), Azië (8%) en Zuid-Amerika (9%). De daling in laatstgenoemde twee regio's was overigens het gevolg van fors hogere investeringen om de autonome groei te faciliteren.

Sinds het vierde kwartaal van 2008 streeft het management ernaar de productiecapaciteit van de groepsmaatschappijen af te stemmen op de (structureel) lagere afzetverwachtingen. Dit heeft de afgelopen drie jaar geleid tot een stroomlijning van de organisatie die een aanzienlijke efficiencyverbetering heeft teweeggebracht. Met name in de Verenigde Staten, waar de productie werd geconcentreerd op slechts drie locaties (East Coast, Midden, West Coast), werd voortvarend gereorganiseerd. Nu de Amerikaanse huizenmarkt na vier jaar eindelijk tekenen van een bescheiden herstel toont, lijkt de winstgevendheid van Hunter Douglas zich snel te kunnen herstellen. Met andere woorden, de hefboomwerking op de HD-winst van een uitbodemde Amerikaanse huizenmarkt is substantieel. Voor de tweede thuismarkt, Europa, is er overigens nog een behoorlijk integratiepotentieel. Momenteel zijn er nog circa 15 productielocaties, waarvan die in bijvoorbeeld Tsjechië en Portugal op volle/tevredenstellende capaciteit draaien, maar waar in Engeland en Nederland wellicht nog verbeteringen zijn te realiseren. Voor de totale groep houdt het management vast aan een productiecapaciteit die overeenkomt met een omzet van US \$ 3 miljard. Dit niveau werd in 2007, het laatste hoogconjunctuurjaar, gerealiseerd met de "oude" organisatiestructuur. Indien HD, door (1) aanvullende acquisities (2) het structureel winnen van marktaandeel (3) het verbeteren van de omzetmix en (4) dubbelcijferige autonome groei in Azië en Latijns Amerika, geleidelijk weer terugkeert naar de vorige omzetpiek (vergelijk groepsomzet 2011 van US\$ 2.573 miljoen), zal de bijbehorende winstgevendheid aanmerkelijk hoger liggen dan in 2007 toen een winst per aandeel van € 5,33 werd geboekt. Voor geheel 2012 voorziet HD investeringen ter grootte van US\$ 100 miljoen en afschrijvingen van US\$ 80 miljoen. Van het investeringsbedrag heeft circa eenkwart betrekking op de bouw van een productiefaciliteit in India die begin 2013 in bedrijf komt. Exclusief deze uitbreidingsinvestering blijven de

vervangingsinvesteringen derhalve ruim binnen de afschrijvingen. Omdat volgens afspraak de Investment Portfolio ter waarde van US\$ 160 miljoen vóór het einde van dit jaar zal worden afgebouwd en de opbrengsten zullen worden aangewend ter reductie van de schuldenlast (per 30-6 jl. bedroeg de rentedragende schuld US \$ 700 miljoen bij een eigen vermogen van US\$ 1,12 miljard), zal de balans van HD binnen enkele jaren weer oversolvabel kunnen worden. Alsdan zou uitkering van een superdividend weer tot de mogelijkheden kunnen behoren. In 2009 werd eenmalig € 7,- in contanten per aandeel aan aandeelhouders uitgekeerd teneinde de balans weer 'te laten zweten'. Voor 2012 mogen de verwachtingen overigens niet te hoog worden ingeschat. Daarvoor laat de zwakke conjunctuur in Europa en de onzekerheid hieromtrent in Noord Amerika te weinig ruimte. Wel mag worden verwacht dat in de groeimarkten Latijns Amerika en Azië de groei in de tweede helft van het jaar zal aantrekken. Met name in Brazilië heeft HD zich inmiddels een stevige footprint in de markt verworven met een jaarlijkse omzetgroei van 20%. Met de WK Voetbal in 2014 en de Olympische Spelen in 2016 in het vooruitzicht zijn de perspectieven van HD voor een versnelling van de omzetgroei in de komende jaren zonder meer goed te noemen. Ten aanzien van Azië is HD beduidend terughoudender. De expansie in China verloopt uitgesproken traag. Desalniettemin voorziet men toch een behoorlijk hogere groei in H2 2012, omdat de markt voor architectonische producten weer geleidelijk verbetert, terwijl ook de nieuwe productiecapaciteit in Suzhou en Xian op stoom is gekomen. Voor geheel 2012 taxeren wij een winst per aandeel van € 2,50 (2011: € 1,57), inclusief een nog niet nader te specificeren reorganisatielast die in H1 2012 overigens US \$ 3,2 miljoen bedroeg. Voor 2013 lijkt een verdere verbetering tot € 3,50 een redelijke aanname, waarbij de voornoemde hefboomwerking van de Noord-Amerikaanse activiteiten een vol jaar doorwerkt. Tegen de huidige beurskoers van € 29,50 wordt thans 8,4 maal de getaxeerde winst 2013 voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Het dividendrendement laat zich berekenen op 4,2% uitgaande van een onveranderde contante uitkering van € 1,25 per aandeel.

Amsterdam Commodities rapporteerde beter dan verwachte halfjaarcijfers. Bij een omzetstijging van 11% van € 271,4 miljoen naar € 300,6 miljoen werd een nettowinst van € 13,0 miljoen (H1 2011: € 11,7 miljoen) geboekt, eveneens een toename van 11%. Deze resultaten weerspiegelen de continuering van de sterke handelsprestaties van de groepsmaatschappijen en waren mede te danken aan de versterking van de US dollar ten opzichte van de euro, die gemiddeld 8% bedroeg in de eerste helft van het jaar. Deze ontwikkeling vertaalde zich direct in de winstbijdrage van theehandelaar Van Rees en zadenproducent en –distributeur Red River Commodities die in US dollars handelen en rapporteren. Alle groepsactiviteiten waren in het eerste halfjaar van 2012 winstgevend, waarbij Catz International (specerijen, noten en gedroogde vruchten) wederom de grootste bijdrage aan omzet en resultaat leverde. Met uitzondering van King Nuts & Raaphorst (noten en rijstcrackers), die werd getroffen door lagere verkoopvolumes en –marges en door een tijdelijke Chinese exportstop van rijstcrackers, zagen de overige werkmaatschappijen hun resultaten groeien. De vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar zijn, als altijd, lastig voorspelbaar gezien de volatiele prijsontwikkeling van vele voedingsgrondstoffen en producten. Ook de invloed van de heftigste hittegolf in de Verenigde Staten van de afgelopen 56 jaar op de omzet en resultaten is ongewis. Structureel groeit Acomo echter stevig door. Het bouwen van een nieuwe fabriek voor het verwerken van zonnebloempitten in Lubbock, Texas, verloopt voorspoedig en zal vanaf volgend jaar aan de omzet en resultaten gaan bijdragen. Met de Amerikaanse voedingsmiddelenmultinational Cargill werd een exclusief distributiecontract afgesloten voor de Benelux om een ruim assortiment Cargill producten (zetmeel, zoetstoffen, dextrose en texturizers) te gaan distribueren. Tevens meldde het Acomo-management het interim dividend met € 0,02 te verhogen tot € 0,15 per aandeel. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 1,25 (2011: € 1,13), waarmee de aandelen Acomo tegen de huidige beurskoers van € 12,70 op 10,2 maal de verwachte winst worden verhandeld. Bij een verwacht contant dividend van € 0,70 per aandeel (2011: € 0,65) komt het dividendrendement op een aantrekkelijke 5,5%.

Ofschoon de onderliggende kwaliteit van de halfjaarcijfers van **TMC Group** (detachering van hoogopgeleide technici) zonder meer goed was, drukten lagere subsidies vanuit WBSO (€ 504k minder) en hogere sociale lasten (+ € 260k) de brutomarge met 3,5% naar 31,7%. Ondanks een omzettoename van 6,3% daalde de nettowinst hierdoor met 11% naar € 2,65 miljoen. De nettowinstmarge bedroeg daarmee 9,5% (H1 2011: 11,3%). De winst per aandeel daalde in lijn met de nettowinst van € 0,81 naar € 0,72. Een lagere productiviteit door frictieloop (werkondernemers vervullen TMC voor opdrachtgevers door promotie) zorgde eveneens voor een lagere brutomarge en bijkomend een lagere

winstgevendheid. TMC verwacht dat dit fenomeen niet zal terugkeren in de tweede helft van het jaar, en mede zal worden gecompenseerd door licht hogere tarieven en geen bankzitters. De relatief forse verlaging van de subsidiestaffels was overigens niet voorzien. TMC verwacht weliswaar een hogere bijdrage vanuit WBSO subsidies in de tweede helft van het jaar, maar het is nog onzeker of het totale bedrag uit 2011 van circa € 2,5 miljoen zal worden geëvenaard. Wel staat vast dat de invloed van subsidiebijdragen de komende jaren gaat afnemen, hetgeen de stabiliteit, kwaliteit en voorspelbaarheid van de winst ten goede zal komen. De business cell Technology draagt onveranderd het succes van TMC met een omzettoename van ruim 13% in de eerste zes maanden van 2012. De business cellen ICT en Construction, goed voor 16% van de groepsomzet, leveren na holdingkosten een klein verlies op. De reeds sterke vraag naar hoogopgeleide technici zal naar verwachting de komende jaren alleen maar toenemen, waarbij de schaarste door vergrijzing nijpend wordt. Om aan de sterke vraag te kunnen voldoen is TMC een samenwerkingsverband met de TU Eindhoven aangegaan om promovendi in dienst te nemen en deze te helpen en te begeleiden naar een opdracht. Daarnaast heeft TMC een zeer ervaren recruiter aangenomen om toptalenten in het buitenland te scouten als werkondernemer. Momenteel heeft TMC 30 nationaliteiten in dienst en is men actief op 50 buitenlandse projecten. TMC zal zeker sterk profiteren van het nieuwe en versnelde R&D investeringsprogramma van ASML, de grootste klant van de groep. Vooralsnog is het Duitse Xtreme Technologies – een toeleverancier van ASML – de snelst groeiende klant. Behalve in de zogenaamde Gouden Driehoek <Eindhoven – Aken – Leuven> groeit TMC ook sterk in de Regio West <Utrecht, Rotterdam> waar nieuwe kwaliteitsopdrachtgevers zijn binnengehaald zoals Heineken, Shell en Fokker (Stork). Het kantoor in Utrecht (> 100 werkondernemers) groeit letterlijk uit zijn jasje, terwijl ook de nieuwe business cel Oil & Gas haar kantoor in Hoogvliet Rotterdam zal moeten veruilen voor een ruimere vestiging. De vooruitzichten voor TMC Group blijven derhalve veelbelovend, ondanks dat de winstgevendheid in 2012 wellicht gelijk of iets lager zal uitkomen dan in het recordjaar 2011 toen een winst per aandeel van € 1,63 werd genoteerd. Het management verwacht dat de tweede jaarhelft beter zal zijn dan omzet/resultaat van de eerste zes maanden door groei van het aantal werkondernemers (ultimo juni: 503) en de hogere productiviteit. Wij hanteren een winst per aandeel van € 1,55 – 1,65, waaruit een vast contant dividend per aandeel van € 0,78 – 0,83 wordt betaald. Daarnaast hanteert TMC nog een variabele pay out die afhangt van onder andere de financiële status van de groep. Met een toegenomen solvabiliteit van ruim 74%, geen rentedragende schuld en een netto kaspositie van € 5,2 miljoen kan TMC besluiten het totale dividend te handhaven op € 1,00 contant per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 13,97 geeft dit een dividendrendement van 7,2%. Ondanks onze lagere taxatie van de winst per aandeel, welke vóór publicatie van de halfjaarcijfers op € 1,80 – 1,95 lag, blijft de beurswaardering bescheiden in vergelijking met de Franse peers Alten en Altran Technologies. De gemiddelde discount van TMC Group op basis van de verwachte P/E multiple 2012 bedraagt circa 15%.

Aalberts Industries (Industrial Services & Flow Control) publiceerde solide halfjaarcijfers. De netto omzet steeg met 6% naar € 1.030 miljoen, terwijl de EBITA 4% toenam tot € 113,1 miljoen waaruit een fraaie EBITA-marge van 11,0% voortkomt. De winst per aandeel (voor amortisatie) steeg 7,5% van € 0,67 naar € 0,72. De orderpositie nam verder toe, de toegevoegdewaarde-marge bleef op een hoog niveau en de balansverhoudingen bleven solide met een solvabiliteit van 44,2%. Bij de Industrial Services steeg de netto omzet met 10%. De volumes bleven op een goed niveau door implementatie van de investeringen en een grote toename van nieuwe product- en procesontwikkelingen. Ondanks een volumevermindering bij een aantal belangrijke afnemers, met name in Frankrijk, werd een EBITA-marge gerealiseerd van 13,8%. Bij Flow Control werd een winstgevend omzetgroei van 4% gerealiseerd met behoud van een EBITA-marge van 9,8% in uitdagende marktomstandigheden. Dit was het gevolg van vergroting van Aalberts' marktaandeel, de focus op groei en het uitbreiden van de product portfolio in marktsegmenten zoals gas, stadsverwarming, industrie en irrigatie. Het management ziet de nabije toekomst met vertrouwen tegemoet. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel op € 1,45 (2011: € 1,36), waarmee wij overigens boven de marktconsensus zitten. Hierbij dient in aanmerking te worden genomen dat onze taxatie exclusief de bijdrage van mogelijke acquisities is. Tijdens de analistenpresentatie meldde CEO Wim Pelsma dat het hem niet zou verbazen als in de tweede jaarhelft een of meerdere acquisities zouden worden gedaan. Vanzelfsprekend is een en ander afhankelijk van te bereiken overeenstemming met de verkopende partij(en). Ook zonder deze bijdrage(n) is de beurswaardering van Aalberts Industries uitgesproken laag met slechts 9,3 maal de verwachte winst voor het lopende jaar.

Neways Electronics International, actief op de internationale EMS (Electronic Manufacturing Services) markt, heeft in de eerste helft van 2012 een netto omzetstijging van 0,6% naar € 144,4 miljoen gerealiseerd. Historisch gezien ligt de omzet daarmee op het hoogste niveau ooit. De ontwikkeling van het bedrijfsresultaat stelde echter teleur.

De EBIT daalde met ruim 26% van € 5,3 miljoen naar € 3,9 miljoen, hetgeen tot een operationele marge van 2,7% leidde. Het management verklaarde met name in het tweede kwartaal geconfronteerd te zijn met een toegenomen dynamiek in de EMS-markt. Deze uitte zich enerzijds door klanten die hun planningen voor de komende maanden sneller opschalen, terwijl anderzijds andere klanten hun planningen juist sneller neerwaarts bijstellen en/of orders doorschuiven. Dit leidde bij sommige werkmaatschappijen tot onderbezetting en bij andere bedrijfsonderdelen tot additionele kosten om te kunnen voldoen aan de hoge vraag. De orderportefeuille bedroeg per 30 juni € 67,8 miljoen, een lichte stijging ten opzichte van ultimo 2011. Neways verwacht dat de voornoemde dynamiek in de tweede jaarhelft zal aanhouden. Verdere uitbouw van de ontwikkeling- en systeembouwactiviteiten, (nog) slimmer inkopen, alsmede efficiënter werken door onder andere interne verplaatsingen van medewerkers en productie-orders om de capaciteitsbezetting binnen de Groep te verbeteren, moeten tegenwicht bieden aan de margedruk. De verwachting is echter dat dit op korte termijn maar gedeeltelijk mogelijk zal zijn. Niettemin verwacht het management voor de tweede helft van het jaar op basis van de huidige inzichten de nettowinst van het eerste halfjaar van € 2,2 miljoen te overtreffen. Daarmee komt een aangepaste taxatie van de winst per aandeel 2012 van € 0,50 in beeld (2011: € 0,39). Het feit dat de Duitse vestiging in Kassel vooralsnog niet aan de winst bijdraagt is mede van invloed op de magere winstmarges, want leidde tot een relatief hoge belastingdruk van 33,3%. Al met al alle aanleiding voor het management om de verbetertrajecten met kracht voort te zetten, want bij de thans gerealiseerde groepsomzet hoort beslist een hogere winstgevendheid. Tegen de huidige beurskoers van € 5,30 wordt 10,6 maal de verwachte winst voor 2012 voor de aandelen Neways betaald. Mocht het management erin slagen de winstgevendheid richting de interne doelstelling (operationele marge: 7%) op te voeren, dan is er een aantrekkelijk opwaarts koerspotentieel voor de Brabantse onderneming. In 2007 piekte de beurskoers nog op € 15,50.

TKH Group, gespecialiseerd in het creëren en leveren van innovatieve Telecom, Building en Industrial Solutions, rapporteerde halfjaarcijfers die sterk achterbleven bij de marktconsensus. De omzet kwam 4,2% lager uit op € 526,2 miljoen (H1 2011: € 549,3 miljoen), vooral door een omzetzak van 12,1% bij Industrial Solutions die overigens in lijn was met de lagere orderingang in 2011. De EBITA daalde met 27,8% naar € 33,5 miljoen (H1 2011: € 46,3 miljoen). Deze daling was enerzijds het gevolg van een lagere bezettingsgraad als gevolg van de lagere omzet en was anderzijds voor meer dan de helft toe te schrijven aan het aanhouden van capaciteit voor groei en acquisitiekosten. Deze laatste deelpost had voor € 4 miljoen betrekking op de verwerving van het meerderheidsbelang (59,73%) in Augusta Technology, dat vanaf 2 juli 2012 financieel wordt geconsolideerd (60% in Building Solutions, 40% in Industrial Solutions) en naar verwachting direct zal bijdragen aan de winst per aandeel. Alexander van der Lof, CEO van TKH Group, relativeerde de scherpe daling van het bedrijfsresultaat in een toelichting op de halfjaarcijfers: *“De daling van het resultaat in het tweede kwartaal, gekoppeld aan een lagere omzet, is vooral het gevolg van relatief hogere kosten waarmee geanticipeerd wordt op groei. Het fundament van TKH is in het eerste halfjaar verder versterkt. De acquisities hebben hier belangrijk aan bijgedragen. De uitbouw van de vision-activiteiten van Augusta, waardoor TKH een wereldwijd leidende positie kan innemen in vision-technologie, is daar een goed voorbeeld van. De investeringen in innovaties, R&D en de commerciële organisatie en het aanhouden van capaciteit, ondersteunen de groeistrategie van TKH. In de snel veranderende markt zal een toename van de R&D-inspanningen TKH een voorsprong geven. Wij zijn ervan overtuigd dat TKH hiermee, gezien de verslechtering van het economisch klimaat, de komende jaren meer perspectief heeft.”*

Voor geheel 2012 verwacht TKH een nettowinst voor amortisatie en eenmalige baten en lasten van € 45 – 50 miljoen te realiseren. Dit correspondeert met een winst per aandeel van € 1,20 - € 1,34 (2011: € 1,44). Vooralsnog zien wij geen aanleiding onze taxatie van de winst per aandeel voor 2013 van € 1,70 te wijzigen gezien de grote eenmalige component in de (half)jaarcijfers 2012. Tegen de huidige beurskoers van € 16,10 doen de aandelen TKH Group een bescheiden waardering van 9,5 maal de verwachte winst 2013.

Gezien de uitstekende perspectieven voor de komende jaren blijft TKH Group deel uitmaken van de portefeuille.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 september 2012 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Brunel International	11,8%
Nedap	11,1%
UNIT4	10,8%
LBi International	10,2%
Royal Imtech	9,7%*
Hunter Douglas	7,4%
Amsterdam Commodities	7,4%
TMC Group	7,0%
Koninklijke TenCate	6,9%
ASM International	5,4%
Overige 4 ondernemingen	12,7%
Liquiditeiten en overige	-0,4%
Totaal	100,0%

*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

Het seizoen van de halfjaarcijfers is alweer afgesloten. Op hoofdlijnen zijn wij zeer tevreden met de gepresenteerde resultaten. In de top van de portefeuille (Brunel, Nedap, LBi, UNIT4, Imtech, Acomo) bevinden zich ondernemingen die momenteel excelleren op het gebied van het winnen van marktaandeel en het genereren van een sterke autonome winstgroei. Elders in de portefeuille treffen Koninklijke TenCate, Neways Electronics International, TKH Group en Macintosh Retail Group voorbereidingen om versterkt uit de huidige moeilijke economische periode tevoorschijn te komen. De genoemde ondernemingen noteren thans op historisch gezien uiterst bescheiden koersniveaus, maar hebben op termijn beslist een zeer aantrekkelijk herstelpotentieel.

Op korte termijn zal het marktbeeld worden gedomineerd door de ontwikkelingen in de politieke arena. In november vinden de Amerikaanse verkiezingen plaats, maar eerst dient het Duitse constitutionele hof op 12 september a.s. het groene licht te geven voor deelname aan het ESM steunfonds door Europa's grootste economie. Vooruitlopend op dit belangrijke besluit zien wij momenteel een uitzonderlijk laag activiteitsniveau op de aandelenmarkt.

Tegen deze onzekere achtergrond voelen wij ons comfortabel bij de vigerende portefeuillestructuur. Deze bestaat uitsluitend uit solide gefinancierde (niche) marktleiders met gezonde/uitstekende perspectieven op winstgroei op de middellange termijn. Daarbij speelt tevens de wereldwijde aanwezigheid van de meerderheid van deze ondernemingen een rol, waarbij de per saldo aantrekkende US \$ koers dit jaar winstondersteunend werkt.

Zeker in het licht van de momenteel zeer lage vergoedingen op vastrentende beleggingen, zowel deposito's als langer lopende obligaties, is de huidige waardering van de Add Value Fund portefeuille als attractief te duiden.

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

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
 Hilco Wiersma
 Willem Burgers

Amsterdam, 5 september 2012

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen