

## MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2012

### Inleiding

Bij geringe omzetten werd het beleggingsjaar 2012 afgesloten met overwegend hogere beurskoersen. De AEX-index steeg in december met 1,8% op 342,71, de Amsterdam Midkap-index klom 1,9% naar 534,06, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 6,0% toevoegde op 411,18.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 4,0% van € 29,95 naar € 31,15. Over geheel 2012 werd een totaal netto beleggingsresultaat behaald van +27,8%. Dit is een beduidend beter resultaat dan de Nederlandse marktindices, de AEX-, AMX- en AScX-index stegen in 2012 met respectievelijk 14%, 19% en 11%.

Per 2 januari 2013 is voor een bedrag van € 40,2 miljoen belegd in 11 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 43,5 miljoen, zodat er een liquide positie bestaat van 7,5% van de portefeuillewaarde.

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

Beurskoers	€ 31,30
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 31,15
Fondsvermogen	€ 43.467.278
Aantal uitstaande aandelen	1.395.457

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
<b>Add Value Fund</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-20,34</b>	<b>+27,80</b>	<b>+31,00</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	-15,65
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	-8,52
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	-28,17

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/12/2012

### Consistente en significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/12/2012)

Peildatum: 31/12/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TMC Group	+91,7	+29,9	+21,7	-0,9
2.	Brunel International	+60,7	+17,3	+7,7	+4,0
3.	Nedap	+46,4	+27,7	+8,9	+5,0
4.	Acomo	+34,4	+15,5	+3,0	+0,8
5.	UNIT4	+24,0	+13,0	+8,2	+7,8
6.	Aalberts Industries	+21,0	+28,3	+12,4	+8,0
7.	ASM International	+19,3	-9,2	+3,8	+0,8
8.	TKH Group	+15,0	+15,2	+20,0	+14,7
9.	Hunter Douglas	+1,6	-4,1	+0,5	+1,3
10.	Koninklijke TenCate	-6,5	-5,4	+10,9	+10,2
11.	Royal Imtech	-13,1	-7,4	-15,3	+1,1
12.	Neways Electronics Int.	-13,4	-7,3	-16,3	+6,3

- In december realiseerden 11 van de 12 deelnemingen (= 92%) een positieve performance. Op een 12-maands basis noteren 9 van de 12 ondernemingen (= 75%) een positieve performance;
- De afgelopen maand waren met name industriële toeleveranciers **Aalberts Industries**, **Koninklijke TenCate** en **TKH Group** in trek met bovengemiddelde koersstijgingen;
- Relatieve achterblijvers waren **Acomo**, **ASM International**, **Hunter Douglas** en **Royal Imtech**. De lichte koersdaling van **TMC Group** reflecteert het feit dat de beursnotering vanaf 20 december slechts een statistisch gegeven is na het afwikkelen van de bieding tegen € 18,75 per aandeel.

Mutaties in de portefeuille

In december werd het belang in **Royal Imtech** aanzienlijk vergroot, deels ook door uitoefening van een eerder geschreven putpositie. De beurskoers is sinds begin november in een neerwaartse spiraal terechtgekomen door een aantal niet fundamentele bedrijfsontwikkelingen; het bekend worden van short posities, ingenomen door voornamelijk hedgefonds, via het AFM short selling register, een advieswijziging van een sell-side analist van kopen naar verkopen met als koersdoel € 15,00 en een lopende rechtszaak tegen een ex-directeur van een dochteronderneming over een nog eventueel uit te keren bonus uit 2009 van € 150.000. Wij zijn van mening dat voorgaande gebeurtenissen geen impact hebben op de toekomstige winst- en waarde-ontwikkeling van de onderneming. De huidige beurswaarde is onzes inziens significant ondergewaardeerd ten opzichte van de fundamentele ondernemingswaarde.

Bedrijfsnieuws

**Royal Imtech** (technische dienstverlening in en buiten Europa) maakte bekend dat het de Finse technische dienstverlener EMC Talotekniika Oy overneemt. Met 580 medewerkers realiseert deze onderneming verwachte opbrengsten van ruim € 100 miljoen op jaarbasis. De overname past prima in Imtech's groeiscenario voor de Nordic (Zweden, Noorwegen en Finland). In 2011 bedroegen de opbrengsten in deze regio bijna € 700 miljoen. Voor 2015 streeft Imtech naar circa € 1 miljard opbrengsten, te bereiken door een combinatie van autonome groei en aanvullende acquisities. De overname van EMC Talotekniika is een belangrijke stap voorwaarts om de doelstelling te realiseren, omdat Imtech's positie in Finland tot op heden beperkt was. EMC Talotekniika is een top-5 speler in de markt van technische dienstverlening met een landelijke dekking en 11 vestigingen vanuit drie regio's in het noorden, midden en zuiden van Finland. Er zijn vier business units: Building Systems, Technical Services, Pipeline Renovation en Products & Prefabrication. Er worden multidisciplinaire technische projecten – de combinatie van onder meer elektrotechniek, energie, lucht, klimaat, airconditioning, security en telecommunicatie – uitgevoerd in de markten van gebouwen en

industrie in zowel nieuwbouw als onderhoud en beheer, inclusief technische services. Er is sprake van goede posities in de segmenten (overheids)gebouwen, retail, onderwijs, zorg, recreatie, energie, mijnbouw, zware en lichte industrie. EMC Talotekniika is daarnaast gespecialiseerd in project management, energie-oplossingen en gebouwautomatisering. Het nieuwe Imtech-bedrijf is volgens CEO René van der Bruggen klaar voor een volgende groeifase: "Op basis van het marktpotentieel in Finland, de specifieke kracht van EMC Talotekniika, de financiële zekerheid en continuïteit van Imtech, evenals het aanwezige *cross-selling* potentieel wordt hier de komende jaren een aanzienlijke groei verwacht." Wij handhaven onze taxatie voor de winst per aandeel 2012 op € 1,90 (2011: € 2,05) en voorzien een onveranderd dividend van € 0,70 per aandeel. Voor 2013 gaan wij uit van een winst per aandeel van circa € 2,50 met een dividend van € 0,80, een ongewijzigde pay out veronderstellend. De aandelen Royal Imtech noteren thans € 18,60. Tegen deze beurskoers bedraagt de K/W-verhouding voor 2013 slechts 7,4 maal de verwachte winst per aandeel van 2013. Het dividendrendement komt uit op 3,8% wanneer wordt uitgegaan van een onveranderd dividend van € 0,70.

SunGold Foods, onderdeel van Red River Commodities, een divisie van **Amsterdam Commodities**, Acomo, vierde de opening van een nieuwe fabriek voor de verwerking van zonnebloempitten in Lubbock, Texas. De hiermee verbonden investering bedroeg US \$ 11,5 miljoen, waarbij gebruik werd gemaakt van intern ontwikkelde technologie die garant staat voor een hoge, betrouwbare kwaliteit van de geleverde zaden. Deze vinden hun weg naar onder andere de Amerikaanse *convenience food industry* als elementair bestanddeel voor allerhande snacks. Een van de afnemers is PepsiCo-dochter Fritolay dat met een omzet van US \$ 12 miljard op jaarbasis een dominante speler in dit segment is. De grootste afnemer van de zonnebloempitten is echter de eigen dochter SunGold Foods, dat het allergeenvrije product Sunbutter, een alternatief voor pindakaas, ofwel *sunflower seed bread*, produceert en distribueert. Dit product lijkt aan de vooravond van een sterke groei te staan. Sunbutter is goedgekeurd door de Federal School Agency en is inmiddels een vast onderdeel van menige schoollunch in de Verenigde Staten. Daarnaast zijn meerdere smaken verkrijgbaar in supermarkten en *health food stores*. Omdat Acomo/Red River pure handelondernemingen zijn zal in de toekomst een mogelijke verkoop of licensering van niet-kern activiteit SunGold Foods kunnen worden overwogen. Deze zou alsdan kunnen resulteren in een behoorlijke boekwinst. De bijdrage van de nieuwe fabriek aan de omzet, geschat op jaarlijks US \$ 17,5 miljoen, en winst in het lopende jaar versterkt onze mening dat Acomo in 2013 een licht hogere winst per aandeel zal kunnen realiseren. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,17 tegen (getaxeerd) € 1,11 over 2012. Uitgaande van een 60%-pay out komt het dividendrendement uit op respectievelijk 4,8% voor 2012 en op 5,0% voor 2013. Deze waardering bestendigt onze visie dat Amsterdam Commodities een aantrekkelijke defensieve belegging is die thans de zesde positie in onze portefeuille inneemt.

#### Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Royal Imtech	15,0%
Brunel International	11,8%
UNIT4	11,7%
Nedap	11,5%
Hunter Douglas	9,2%
Amsterdam Commodities	8,0%
Aalberts Industries	7,2%
Koninklijke TenCate	6,9%
ASM International	5,0%
Neways Electronics International	3,1%
TKH Group	3,1%
Liquiditeiten en overige	7,5%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Het nieuwe beleggingsjaar kende een goede start, nadat de Verenigde Staten er ternauwernood in slaagden nieuwe wetgeving goedgekeurd te krijgen die voorkwam dat een recessie-scenario bewaarheid zou worden. Per saldo werden koerswinsten van 2 tot 3% genoteerd.

Na de tevredenstellende performance van 2012 zijn wij gematigd optimistisch om ook in het lopende jaar wederom een aantrekkelijk beleggingsresultaat te kunnen realiseren.

Deze verwachting is gebaseerd op de sterke marktposities die de door ons geselecteerde ondernemingen in hun respectievelijke bedrijfstak innemen. Daarnaast onderscheiden deze ondernemingen zich door de succesvolle toepassing van intern ontwikkelde innovaties die, ook in een recessieve marktomgeving, garant staan voor een bestendiging van het tempo van winstgroei. Tenslotte is er ook het effect van waarde-toevoegende acquisities. Bij de bepaling van onze winsttaxaties voor 2013 en volgende jaren hebben wij het effect van overnames overigens buiten beschouwing gelaten.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het komende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen K/W-verhouding van 10,3 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 3 januari 2013