

## MAANDBERICHT OVER JUNI 2012

### Inleiding

De maand juni eindigde per saldo verdeeld. De AEX-index steeg 5,9% naar 307,31. De Amsterdam Midkap-index klom 1,7% op 504,58, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 0,7% verloor op 380,75.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 0,7% van € 28,81 naar € 29,00. Over de eerste zes maanden van 2012 bedraagt het netto totaalrendement van het Add Value Fund 19,2%.

Per 2 juli 2012 is voor een bedrag van € 40,3 miljoen belegd in 14 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 40,4 miljoen, zodat er liquiditeiten ter grootte van 0,2% van de portefeuille worden aangehouden.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 juli 2012 zijn als volgt:

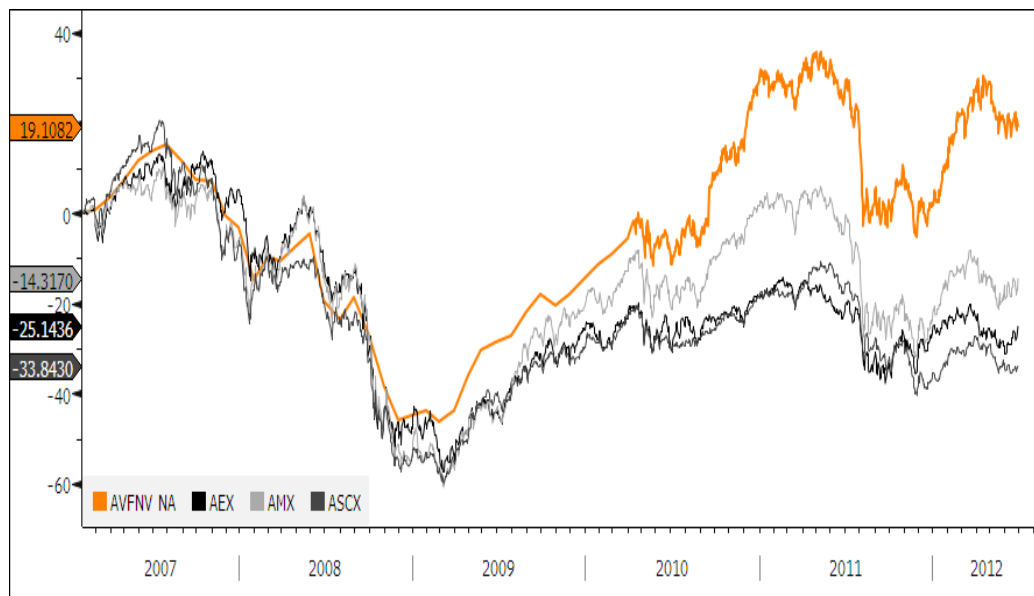
|                                |              |
|--------------------------------|--------------|
| Beurskoers                     | € 29,14      |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 28,94      |
| Fondsvermogen                  | € 40.344.228 |
| Aantal uitstaande aandelen     | 1.394.054    |

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>+18,96</b> | <b>+22,16</b> |
| AEX-Index             | +5,33        | -50,26        | +41,90        | +9,23         | -8,88         | +1,16         | -25,14        |
| AMX-Index             | -5,07        | -50,45        | +68,35        | +28,71        | -24,55        | +11,42        | -14,32        |
| AScX-Index            | -6,12        | -50,78        | +51,95        | +16,42        | -21,03        | +2,49         | -33,84        |

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

\*Peildatum: 29/06/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/06/2012)

Peildatum: 29/06/2012

Koersperformance deelnemingen

| (in %) |                        | -12M  | -6M   | -3M   | -1M   |
|--------|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 1.     | LBI International      | +70,7 | +67,9 | +8,7  | +13,4 |
| 2.     | TMC Group              | +19,1 | +47,6 | -3,8  | +0,4  |
| 3.     | Acomo                  | +14,6 | +16,3 | -2,4  | -4,9  |
| 4.     | ASM International      | +9,9  | +31,4 | +3,6  | +8,7  |
| 5.     | Brunel International   | +2,5  | +37,0 | -5,6  | -4,4  |
| 6.     | Nedap                  | -4,4  | +14,7 | +2,7  | +3,1  |
| 7.     | Hunter Douglas         | -8,9  | +6,0  | -5,4  | -6,8  |
| 8.     | UNIT4                  | -19,4 | +9,8  | -7,6  | +2,1  |
| 9.     | Royal Imtech           | -23,0 | -6,2  | -21,7 | -10,1 |
| 10.    | TKH Group              | -24,0 | -0,2  | -16,9 | -4,9  |
| 11.    | Aalberts Industries    | -24,1 | -5,7  | -21,0 | -6,0  |
| 12.    | Koninklijke TenCate    | -24,7 | -1,2  | -19,3 | +9,2  |
| 13.    | Neways Electronics     | -40,5 | -6,5  | -14,4 | -1,9  |
| 14.    | Macintosh Retail Group | -45,8 | -10,9 | -17,1 | -4,8  |

- In juni realiseerden 6 van de 14 deelnemingen (= 43%) een positieve performance. Slechts 5 van de 14 ondernemingen (= 36%) noteren een positieve performance op een 12-maands basis;
- **LBI International** was in juni een starperformer nu er een verdergaande consolidatieslag in de digitale marketing agency sector plaatsvindt. De performance van met name **Royal Imtech** was daarentegen teleurstellend, zonder dat daar een specifieke aanleiding voor was;
- **Royal Imtech, TKH Group, Aalberts Industries, Koninklijke TenCate, Neways Electronics** en **Macintosh Retail Group** zijn de zes achterblijvers in de portefeuille. Deze ondernemingen zijn onzes inziens fors ondergewaardeerd in vergelijking met hun *fair value*.

Mutaties in de portefeuille

In juni werd het belang in **Royal Imtech** synthetisch licht uitgebreid via een optieconstructie (aankoop calls, verkoop puts). Van twee deelnemingen (Acomo en Hunter Douglas) werd het dividend ontvangen.

Bedrijfsnieuws

**UNIT4** (bedrijfssoftware) kondigde een investeringsplan aan voor het opzetten van een international center of excellence voor educatieve software die zal worden gevestigd in Swansea, Wales. Het center zal verantwoordelijk zijn voor het ontwerp, de ontwikkeling en coördinatie van de leveringen van de educatieve software, in welk segment UNIT4 het marktleiderschap claimt en die is gebaseerd op het bestaande Agresso software product en die internationale opleidings- en researchinstellingen begeleidt om internationaal onderscheidend te kunnen opereren. UNIT4 noemt in een begeleidend persbericht de tendens tot kostenbesparing als gevolg van het uitdagende economische klimaat die het voor toonaangevende opleidings- en researchinstellingen moeilijker maakt om competitief te blijven op het gebied van studententevredenheid. Anwen Robinson, UK managing director van UNIT4 geeft als commentaar: *“Competition for research funding is intensifying on an international basis and institutions have to compete more cost effectively and successfully for quality researchers and funding. Institutions in many countries are opening international campuses to provide globally coordinated learning and research centres. This is creating a huge worldwide market for a flexible, integrated Student, Human Resources, Business Engagement, Environmental Management, Research and Financial Management System capable of being delivered in a shared services model and in the cloud. Competitors are offering non-integrated, antiquated technology without the charge agility our Platform provides.”*

Het lijkt erop dat UNIT4 met deze nichebenadering wederom een interessante product-markt combinatie heeft geïdentificeerd, die omzet- en winstverhogend zal werken in de komende jaren. Wij handhaven vooralsnog onze taxatie

van de winst per aandeel 2012 op € 1,80 (2011: 1,64). De aandelen UNIT4 noteren tegen de huidige beurskoers van € 20,30 daarmee op 11,3 maal de verwachte winst voor het lopende jaar.

De engelse private equity onderneming Equistone heeft op basis van een ondernemingswaarde van Pond Sterling 140 miljoen eenderde van de aandelen in het familiebedrijf Fircroft overgenomen. Fircroft is een *peer* van Brunel Energy, de energietak van **Brunel International**, maar realiseert operationele marges van circa 1-2% waar Brunel Energy 5-6% haalt. Uitgaande van gemiddelde sum-of-the-parts waarderingen van de Brunel divisies Energy, Duitsland en Nederland, zou op basis van bovengenoemde overnameprijs een ondernemingswaarde van Brunel International van ongeveer € 1 miljard kunnen worden berekend. Op dit moment is de ondernemingswaarde (beurswaarde – netto kaspositie) van Brunel thans circa € 650 miljoen, derhalve een discount van 35%. Vanzelfsprekend zijn dergelijke berekeningen onderhevig aan de nodige (subjectieve) aannames. Echter, gezien het krachtige winstmomentum in met name Duitsland en Energy (wereldwijd actief) voelen wij ons gesterkt in de keuze om het aandeel Brunel International in de top van de portefeuille te handhaven. Wij taxeren een winst per aandeel 2012 van € 2,25 (2011: 1,83), waaruit een contant dividend van € 1,00 kan worden uitgekeerd. Daarmee bedraagt de koers/winstverhouding circa 14 en komt het dividendrendement op 3,2%.

**LBI International** (digital en technology agency) meldde dat het met verkennende gesprekken is gestart met 'derde partijen' om tot een verdere consolidatie in de sector te komen. Deze gesprekken volgen op de aangekondigde overname van AKQA Holdings door WPP voor naar verluidt een bedrag van US\$ 540 miljoen. AKQA realiseerde in 2011 met 1.160 medewerkers een omzet van US\$ 189 miljoen en voorziet een verdere groei van ruim 20% tot circa US\$ 230 miljoen in het lopende jaar. AKQA is met LBI de enige zogenaamde *pure player* in de markt voor online marketing agencies. Op basis van de veronderstelde aankoopprijs voor AKQA – circa 13x EV/EBITDA 2012E – kan voor LBI, dat een grotere omzet heeft van € 197 miljoen (2011) en naar verwachting zal doorgroeien naar € 240 - 250 miljoen in het lopende jaar, maar dat wel iets lagere marges dan AKQA genereert, een veronderstelde exit-prijs van € 3,25 – 3,50 per aandeel worden berekend. Hierbij dient direct te worden aangetekend dat genoemde besprekingen zich nog in een zeer prematuur stadium bevinden en dat een definitieve transactie allerm minst zeker is. Als geïnteresseerde partijen worden onder andere Omnicom en Dentsu genoemd. Nadat deze berichtgeving wereldkundig werd, steeg de beurskoers van LBI met ongeveer 20% van € 2,40 naar € 2,90. Omdat wij het volste vertrouwen hebben dat LBI ook als *stand alone* een mooie toekomst tegemoet gaat (zie ons maandbericht mei 2012), wachten wij de komende ontwikkelingen af. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 0,16 (2011: € 0,13), waarmee de aandelen LBI tegen de huidige beurskoers van € 2,90 een multiple van 18,1 kennen.

**Nedap** (intelligente technologische oplossingen) paste de prognose voor de omzet en resultaten over de eerste helft van 2012 naar boven aan. Werd in april jl. nog uitgegaan van een duidelijke (7-12%) hogere groei van de opbrengsten ten opzichte van de eerste helft van 2011 (opbrengsten € 69,6 miljoen), inmiddels verwacht de directie dat de opbrengsten rond € 83 miljoen (+19%) zullen uitkomen. Gecorrigeerd voor de beëindigde toeleveringsactiviteiten bedraagt de autonome opbrengstengroei bijna 30%. Met name de marktgroepen Agri en Power Supplies dragen bij aan deze hogere opbrengstenverwachting. De kosten voor markt- en productontwikkeling bleven ook in het eerste halfjaar 2012 op een relatief hoog niveau. Desondanks zal bij de verwachte opbrengstengroei de winst nu fors (> 45%) stijgen ten opzichte van het eerste halfjaar 2011 (€ 3,7 miljoen) in plaats van de eerder aangegeven 20 tot 45%. Zulks impliceert een netto winst van naar schatting € 5,4 miljoen (€ 0,80 per aandeel). Indien Nedap over de tweede helft van 2012 een 10% hoger netto resultaat realiseert dan in dezelfde periode van 2011, dan zou onze oorspronkelijke taxatie van € 2,00 winst per aandeel bewaarheid worden. Gezien de sterke onderliggende groei bij vrijwel alle marktgroepen, menen wij echter dat een hoger netto resultaat van € 2,10 haalbaar is, ondanks de toegenomen onzekerheden in de economische en politieke omgeving. In het recordjaar 2007 werd overigens een WPA gerealiseerd van € 2,12 en piekte de beurskoers tot boven de € 38,-. Tegen de huidige beurskoers van € 23,75 wordt thans 11,3 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald en komt het verwachte dividendrendement op 6,6% uitgaande van een stabiele 75% pay out ratio.

**Royal Imtech** (technische dienstverlening in en buiten Europa) maakte bekend dat het een contract heeft getekend voor het ontwerp en de levering van alle elektrische systemen aan boord van drie Turkse marineschepen, bestaande uit een MoShip (Submarine Rescue Mother Ship) en twee RATships (Rescue and Towing Ships). Deze marineschepen zullen worden gebouwd op Istanbul Shipyard in Tuzla in Turkije en worden medio 2015 overgedragen aan de Turkse marine. Imtech is in toenemende mate actief op de Turkse markt. In de tweede helft van 2010 werd het bedrijf Elkon overgenomen, gespecialiseerd in elektrotechniek, automatisering, alarm, monitoring & control in de Turkse maritieme markt. Destijds bedroeg de omzet van Elkon ruim € 15 miljoen en waren er 200 medewerkers in dienst. Onlangs werd ook AE Arma-Elektropanc overgenomen, actief in technische oplossingen in de Turkse markten van gebouwen en energie. Met 1.200 medewerkers en circa € 90 miljoen opbrengsten op jaarbasis werd met deze snel groeiende onderneming tevens een 'stepping stone' verkregen naar markten in het Midden Oosten en de vroegere Sovjet Unie. Het aloude Imtech-verdienmodel lijkt daarmee ook in Turkije goed te werken. Bundeling van kennis en samenwerking met bestaande Imtech-competenties maakt het daarbij mogelijk om nieuwe orders binnen te halen, zoals voornoemde opdracht voor de Turkse marine. Voorts kondigde Imtech aan dat het overeenstemming heeft bereikt over een *private placement* van € 100 miljoen. De senior notes hebben een looptijd van 7 en 9 jaar. Hiermee werd de financieringsstructuur van de onderneming verder versterkt en meer gediversificeerd. Tenslotte meldde Imtech nog drie kleinere acquisities in Scandinavië. In Zweden werd de technische dienstverlener Varnamo Elservice (20 medewerkers, € 2 miljoen bedrijfsopbrengsten) overgenomen, terwijl in Finland de acquisitie van de aan elkaar gelieerde bedrijven SSR en Polar (traffic & infra, industriële technische oplossingen, 50 medewerkers en ongeveer € 15 miljoen opbrengsten op jaarbasis) werd afgerond. Wij handhaven onze taxaties voor Imtech voor het lopende boekjaar op een winst per aandeel van circa € 2,30 (2011: € 2,05), waarvoor de bijdrage van de vorig jaar verrichte 15 overnames die dit jaar voor de volle twaalf maanden meetellen, een belangrijke pijler vormt. Tegen de huidige beurskoers van € 19,20 wordt 8,3 maal de getaxeerde winst 2012 voor de aandelen betaald en bedraagt het dividendrendement bij een stabiele 33% pay out ratio circa 4%.

Medio mei meldde **Amsterdam Commodities** (Acomo) dat de activiteiten in het eerste kwartaal van 2012 positief zijn gebleven. De omzet stabiliseerde zich gedurende deze periode op een hoog niveau, vergelijkbaar met het tweede halfjaar 2011. De Groep als geheel - Catz International (specerijen), Van Rees (thee), Red River Commodities (zaden), King Nuts (zaden) en TEFCO/Snick EuroIngredients (ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie) – behaalde volgens de Directie 'goede resultaten'. Gezien de aard van de activiteiten en de markten waarin Acomo actief is, wordt traditioneel geen uitspraak gedaan over de te realiseren resultaten in het gehele jaar 2012. De stabiele tendens in omzet en resultaten werd bevestigd op de jaarvergadering van 30 mei jl, waar wij aanwezig waren. Nadien zijn in de markt door analisten enkele bescheiden neerwaartse bijstellingen van taxaties doorgevoerd. Hieruit volgt een marktconsensus van een winst per aandeel van € 1,10 (2011: € 1,13) voor het lopende jaar. Wij handhaven evenwel een winst per aandeel van € 1,25 vanwege het feit dat een sterke dollar – momenteel noteert de US\$ circa 14% hoger tegenover de euro dan 12 maanden geleden – per saldo een positief effect sorteert op de winstgevendheid van Acomo. De aandelen Acomo noteren tegen de huidige beurskoers van € 12,- daarmee op 9,6 maal de getaxeerde winst en doen een dividendrendement van 6,3% uitgaande van een stabiele 60% pay out ratio.

**TKH Group** (technische oplossingen, security en bandenbouwmachines) meldde dat inmiddels 60% van de uitstaande aandelen van Augusta AG zijn verworven. Hiermee kan de integratie van deze zeer sterk opererende onderneming op het gebied van digitale camera's en optische sensoren worden ingezet, hetgeen de resultaten van TKH vanaf de tweede helft van het lopende boekjaar een wezenlijke impuls zal geven. Gedacht moet worden aan een stroomlijning van de R&D-inspanningen, alsmede aan cross selling van de producten/diensten van beide ondernemingen in de verschillende geografische markten. Met een betaalde EV/EBITDA-multiple van circa 7 heeft TKH Group daarmee een fraaie acquisitie gedaan die met name vanaf de komende boekjaren tot een sterke omzet- en winstgroei kan leiden. Voor het overgangsjaar 2012 hanteren wij een winst per aandeel van € 1,55 (2011: € 1,44), waarmee de aandelen TKH Group tegen de huidige beurskoers van €17,- op circa 11 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. Het dividendrendement bedraagt een solide 4,7% bij een pay out ratio van 52%. Wel dient op korte termijn te worden gerekend met enige koersdruk, omdat de halfjaarcijfers, te publiceren op 22 augustus a.s., waarschijnlijk enige

winstdaling zullen laten zien op grond van een lastige vergelijking met de relatief sterke winstontwikkeling in de eerste helft van 2011.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 juli 2012 betreffen:

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

\*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

Eind mei werd op de Europese top een principe akkoord bereikt voor directe steun aan de in problemen geraakte Zuid-Europese banken. Hierna voltrok zich een zogenaamde *relief rally* die de internationale aandelenmarkten per saldo circa 5% deden opveren. Desalniettemin lijkt deze eerste aanzet tot oplossing van de europroblematiek niet direct te leiden tot een definitieve omslag in de opstelling van beleggers, welke nog altijd wordt gekenmerkt door een grote mate van terughoudendheid en scepsis. Wij blijven daarom rekening houden met een aanhoudend hoge koersvolatiliteit, zowel in opwaartse als neerwaartse zin. Tegen deze achtergrond voelen wij ons comfortabel bij de vigerende portefeuillestructuur. Deze bestaat nagenoeg 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 belangrijke rol, waarbij de per saldo aantrekkende US\$ koers dit jaar winstverhogend 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 zeer attractief te duiden. Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het lopende jaar noteren wij thans een gewogen koers/winst verhouding van circa 11 maal en een bruto dividendrendement van circa 4%.

Wij gaan ervan uit het lopende jaar, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, met een bovengemiddeld totaalrendement te kunnen afsluiten.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
 Hilco Wiersma  
 Willem Burgers

Amsterdam, 4 juli 2012

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