

MAANDBERICHT OVER MEI 2012

Inleiding

De maand mei werd gekenmerkt door koersdalingen over een breed front. De AEX-index daalde 4,7% naar 290,09. De Amsterdam Midkap-index verloor 1,8% op 496,33 en de Amsterdam SmallCap Index leverde 5,9% in op 384,83.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 5,7% van € 30,55 naar € 28,81. Over de eerste vijf maanden van 2012 bedroeg het netto totaalrendement van het Add Value Fund 18,4%.

Per 1 juni 2012 is voor een bedrag van € 40,3 miljoen belegd in 14 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 40,8 miljoen, zodat er liquiditeiten ter grootte van 1,2% van de portefeuille werd aangehouden.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 juni 2012 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 28,67
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 28,81
Fondsvermogen	€ 40.762.539
Aantal uitstaande aandelen	1.414.684

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	+18,44	+21,64
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	-4,51	-29,34
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+9,60	-15,72
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+3,29	-33,32

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/05/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/05/2012)

Peildatum: 31/05/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	LBI International	+45,1	+58,3	+12,3	-4,1
2.	Acomo	+16,1	+24,6	+ 4,1	-1,1
3.	TMC Group	+15,8	+55,1	+23,4	-3,5
4.	Brunel International	+3,3	+32,1	+8,8	-7,7
5.	Hunter Douglas	-0,9	+17,5	-1,0	+1,5
6.	ASM International	-5,8	+36,9	-2,3	+3,0
7.	Nedap	-6,6	+12,2	+2,3	-10,6
8.	Royal Imtech	-20,1	+9,8	-17,0	-2,2
9.	Aalberts Industries	-20,9	+8,0	-14,3	-10,2
10.	UNIT4	-22,4	+0,5	-7,5	-10,7
11.	TKH Group	-23,3	+9,7	+1,6	-10,8
12.	Koninklijke TenCate	-33,1	-10,4	-21,2	-16,4
13.	Neways Electronics	-41,4	-14,8	-17,7	-8,1
14.	Macintosh Retail Group	-49,6	-13,8	-7,4	+0,7

- In mei realiseerden 3 van de 14 deelnemingen (= 21%) een positieve performance. Slechts 4 van de 14 ondernemingen (= 29%) noteren een positieve performance op een 12-maands basis;
- **ASMI** kon zich in mei onttrekken aan de sombere marktstemming. De toegenomen kans om tot een ontsluiting van de intrinsieke waarde te komen, zorgde voor koopinteresse. De performance van met name **Koninklijke TenCate** was daarentegen teleurstellend, zonder dat daar een specifieke aanleiding voor was;
- **Koninklijke TenCate**, **Neways Electronics** en **Macintosh Retail Group** zijn de drie achterblijvers in de portefeuille. Deze ondernemingen zijn onzes inziens fors ondergewaardeerd in vergelijking met hun *fair value*.

Mutaties in de portefeuille

In mei vonden geen mutaties in de portefeuille plaats. Wij zijn van mening dat we de juiste keuzes hebben gemaakt en weging hebben aangebracht binnen de portefeuille. Van vier deelnemingen (ASMI, Brunel, TKH Group en UNIT4) werd het dividend ontvangen.

Bedrijfsnieuws

Op de jaarvergadering van **UNIT4** (bedrijfssoftware) gaf het management een toelichting op de gang van zaken in het afgelopen jaar. Opvallend was de sterke start van het jaar: in het eerste kwartaal werd nog een 28% hogere EBITDA gerealiseerd. Daarna was sprake van een afvlakking van de groei, welke verscherpte in de maanden oktober en november. Echter, de maand december was weer de beste maand ooit voor UNIT4, hetgeen een bewijs vormt van de veerkracht van het productenportfolio van de bedrijfssoftware-ontwikkelaar. Ofschoon de maandelijkse resultatenontwikkeling derhalve een tamelijk grillig verloop vertoont, is op langere termijn sprake van een trendmatige versterking. Vijf jaar geleden werd nog wel eens een verliesmaand genoteerd, maar inmiddels is de stabiliteit en omvang van het bedrijfs- en verdienmodel dusdanig groot dat verliesmaanden niet meer voorkomen. Daarnaast is het van belang dat het klassieke licentiemodel steeds meer plaatsmaakt voor het abonnementenmodel van Software-as-a-Service, kortweg SaaS. Op korte termijn leidt dit tot een winstdeflattering, maar de stabiliteit, voorspelbaarheid en winstgevendheid (hogere marges) neemt hierdoor op de middellange termijn alleen maar toe. Als illustratie kan dienen dat indien de als SaaS gecontracteerde omzet vorig jaar als licentie-omzet was geboekt, de EBITDA circa € 16 miljoen hoger (+18%) zou zijn uitgekomen. Bovendien worden de resultaten nog steeds gedrukt door de aanloopverliezen van FinancialForce.com, de 83,3%-deelneming in de specifieke SaaS-applicatie onderneming die in 2007 met Salesforce.com werd gestart. Deze verliezen, feitelijk aanloopverliezen op weg naar voldoende schaalomvang om structureel winst te maken, bedroegen vorig jaar € 6,1 miljoen (2010: € 5,9 miljoen). Naar verwachting zal

FinancialForce.com in de loop van 2014 de scherpe draai naar een winstgevende exploitatie maken, indien de huidige sterke groei zich voortzet. Vooral nog geeft het management er de voorkeur aan de verkoopcapaciteit verder te vergroten, hetgeen in de economisch sterke Silicon Valley bepaald geen sinecure is. Tenslotte is duidelijk dat UNIT4 zich langs de zijlijn warmloopt om ook op het gebied van Business Intelligence met baanbrekende applicaties op de markt te komen. Naar verwachting zal in de tweede helft van dit jaar deze UNIT4 AppStore beschikbaar komen. De ontwikkeling hiervan lag mede ten grondslag aan een sterke stijging van de R&D-uitgaven in 2011 (12,5% van de omzet tegen 10,6% in 2010). Als conclusie kan worden gesteld dat “de cost duidelijk voor de baet” uitgaat bij UNIT4. Het management handhaafde haar eerdere prognose van een enkelvoudige procentuele groei van omzet en EBITDA in 2012. Wij handhaven eveneens onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 1,80 (2011: 1,64). De aandelen UNIT4 noteren tegen de huidige beurskoers van € 19,40 daarmee op 10,8 maal de verwachte winst voor het lopende jaar.

Royal Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) meldde de overname van de Engelse technische dienstverlener Capula. Met ruim 180 medewerkers realiseert deze onderneming opbrengsten van circa 40 miljoen pond op jaarbasis. De overnameprijs bedraagt circa vijf maal de EBITA en wordt in contanten voldaan. De overname draagt direct bij aan de winst per aandeel. Met de overname versterkt Imtech niet alleen haar positie op de energiemarkt, maar ook in de markten van (afval)water, industriële procesautomatisering en ICT. Door samenwerking met bestaande Imtech-divisies wordt een aanzienlijke verdere groei voorzien, zowel voor Capula als binnen het bestaande portfolio. Volgens Imtech-CEO René van der Bruggen vormt Capula een perfecte match met de bestaande Imtech-organisatie. In de UK behoort Imtech met ruim 3.300 medewerkers inmiddels tot de grootste technische dienstverleners met activiteiten op het gebied van energie, (afval)waterbehandeling, gebouwen, industrie en ICT, inclusief technisch beheer en onderhoud. Dit geeft momenteel een “aanzienlijke boost aan onze activiteiten, leidt tot cross-selling, verbreedt ons profiel en zal op termijn leiden tot aanzienlijke groei.” Imtech handhaaft zowel de vooruitzichten voor verdere groei van de EBITA in 2012 als haar lange termijn groeidoelstelling voor 2015. Deze gaat uit van een opbrengstenniveau van € 8 miljard (2011: € 5,1 miljard) bij een operationele EBITA-marge tussen 6% en 7% (2011: 6,1%). Wij handhaven voor 2012 onze prognose van een winst per aandeel (voor amortisatie) van € 2,30 (2011: 2,05), waarmee de aandelen Imtech tegen de huidige beurskoers van € 20,15 op slechts 8,8 maal de verwachte winst worden verhandeld. Op basis van een pay-out ratio van 33% komt het dividendrendement alsdan op 3,8%.

LBI International belegde op 24 mei jl. de jaarvergadering over het afgelopen boekjaar. Daarin werd zonneklaar dat LBi de afgelopen jaargang op overtuigende wijze invulling heeft gegeven aan haar belofte om de toonaangevende Europese digital agency te worden die ook steeds meer succes boekt bij het binnenhalen van single multi-market mandates. De belangrijkste groei wordt daarbij gerealiseerd door de Top-20 klanten, waaronder aansprekende namen als Coca-Cola, Johnson&Johnson, BT, Virgin Atlantic, Sony en IKEA. CEO Luke Taylor stelde desgevraagd dat LBi momenteel 8-9 echt global mandates beheert, maar dat dit aantal de komende jaren ongetwijfeld zal gaan toenemen. LBi is immers een van de weinige aanbieders die in staat zijn een dekkend pakket van digitale en social media diensten aan te bieden dat ook nog eens technologisch state-of-the-art is. Taylor omschreef LBi in dit kader als “in toenemende mate een software & services onderneming”. In het lopende jaar zal nog voor circa € 1,5 miljoen in IT-platforms worden geïnvesteerd, teneinde de product offering verder te optimaliseren. In het jaarverslag 2011 wordt het als volgt geformuleerd: *“We are now rapidly evolving both our service offering and our IP-platform so that LBI will be unique in its ability to own both the digital and social agency of record opportunity for its clients. The successful evolution of our platform architecture is vital to this objective.”*

De overname van het Amerikaanse Mr Youth, een specialist op het gebied van reclame via sociale netwerken, op 14 november vorig jaar speelt hierbij een prominente rol. Niet alleen voegt het circa € 20 – 25 miljoen aan de groepsomzet toe, het verrijkt de propositie van LBi aan de doelgroep met de zeer snel groeiende segmentatie van social media marketing & technology. Het kostte LBi een jaar om de geschikte overname in dit marktsegment te doen, waarbij met ongeveer 10 bedrijven is gesproken. De waarde van Mr Youth zit onder andere in een database van 125.000 particuliere ‘merkenambassadeurs’ die in hun eigen lokale netwerk producten/diensten aanprijzen via alle mogelijke kanalen, You-tube, Facebook, Twitter, etc. Dit soort sociale netwerken wordt door LBI’s doelgroep steeds belangrijker bevonden, teneinde het eigen merk beter te kunnen positioneren. LBi betaalde € 30,4 miljoen voor Mr Youth, waarvan

€ 23,6 miljoen in cash en € 6,8 miljoen in de vorm van een (toekomstige) earn out. Taylor verwacht de komende tijd minstens 20% omzetgroei van Mr Youth, hetgeen overigens identiek is aan het groeitempo van de voorgaande jaren. Zoals aangegeven bij de publicatie van de eerste kwartaalcijfers 2012 is de inpassing van Mr Youth in de LBI-organisatie gepaard gegaan met een eenmalige last van € 0,6 miljoen waar oorspronkelijk € 1,0 miljoen was verondersteld.

In geografisch opzicht is het United Kingdom (inclusief India en de UAE) de starperformer. De omzet nam vorig jaar met ruim 41% toe van € 48,6 miljoen naar € 68,7 miljoen. In Q1 2012 bedroeg de groei 30,5% (van € 15,4 miljoen naar € 20,1 miljoen) van met name mooie opdrachten voor Honda in 22 Europese landen en van 's werelds snelst groeiende vliegtuigmaatschappij Etihad Airways uit het Midden-Oosten. Centraal en Zuid-Europa blijft vooralsnog moeizaam, maar Taylor signaleert wel licht aan het einde van de tunnel: *"We are seeing evidence of improvement in margin across the area. This is principally driven by a more efficient hub and spoke delivery model which allows us to service regional clients across multiple locations better leveraging local rate cards and specialist centres of excellence."*

De integratie van Mr Youth stuwt de groei in de Verenigde Staten. De organische groei in Q1 2012 bedroeg maar liefst 29,6%. Nieuwe klanten waren onder andere Dell, Skype en Vinio. Scandinavië houdt de sterke groei goed vast en rapporteerde een omzettoename van 28,1%. Het Volvo-account is hier prominent, omzet € 10 miljoen op jaarbasis. Taylor verwacht deze omzet in twee jaar te kunnen verdubbelen met de huidige product offering. In zijn optiek staan Volvo en andere key clients nu op circa 30% van de uiteindelijk haalbare totaalomzet. Enkele jaren terug zou een account als Volvo, in een vergelijkbare neergaande economische cyclus, over twee jaar een 30-40% lagere omzet hebben genereerd. Taylor meldde dat over drie jaar:

- de omzet per key client moet stijgen van gemiddeld € 1,8 miljoen naar € 4,5 miljoen;
- het aantal geleverde diensten per key client moet stijgen van 2 naar 7, alsmede;
- het aantal geleverde diensten per werelddeel moet toenemen van 1 naar 5.

Vooral dit laatste oogt ambitieus, maar kan ook worden geplaatst in het kader van de wens van global mandates clients als J&J en Diageo om ook in China en Zuid-Amerika door LBI geserviced te worden. Er is recent een kantoor in Beijing geopend, maar een vertegenwoordiging in Shanghai is ook noodzakelijk. In Latijns-Amerika worden eveneens stappen overwogen.

Echter, aanvullende acquisities staan beduidend lager op de agenda dan een jaar geleden. LBI is ervan overtuigd met de acquisitie van Mr Youth de missing link in de product offering te hebben gevonden. Er wordt de komende periode vol gas gegeven op autonome groei. Slechts naar enkele zeer innovatieve mobiele aanbieders in India wordt met een begerig oog gekeken. Kleine acquisities lijken daarbij altijd een optie te zijn. Uit het jaarverslag blijkt dat vorig jaar een 51%-belang is genomen in het Duitse Rethink GmbH, welk bedrijf specifieke kennis inbrengt op het gebied van smartphone applicaties. Deze deelneming kostte € 0,6 miljoen, 50% in cash + 50% potentiële earn out.

Conclusie: LBI staat sterk op de internationale landkaart van digital & social media agencies. De recente client win voor een global mandate van Carlsberg was daarvan nogmaals het bewijs. Volgens Taylor staan er nog 3-4 van dergelijke mandaten aan te komen. Een winststijging van 15-20% lijkt voor 2012 – 2013 een redelijke aanname. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 0,16 (2011: € 0,13), waarmee de aandelen LBI International tegen de huidige beurskoers van € 2,49 een koers/winstverhouding van 15,6 kennen.

Hunter Douglas (raambekleding en architectonische producten) rapporteerde de eerste kwartaalcijfers 2012 die, gezien de uitdagende marktomstandigheden, zeker niet tegenvielen. De omzet was fractioneel lager (US\$ 587,5 miljoen versus US\$ 588,8 miljoen), terwijl de EBITDA bijna 3% hoger uitkwam op US\$ 34,7 miljoen (Q1 2011: US\$ 33,7 miljoen). Het netto resultaat bedroeg US\$ 21,5 miljoen, hetgeen een stijging van 38,7% betekende in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder toen onder aan de streep US\$ 15,5 miljoen overbleef. Deze scherpe stijging was mede het gevolg van het resultaat op de beleggingsportefeuille van US\$ 12,1 miljoen, beduidend meer dan de US\$ 2,0 miljoen die in Q1 2011 werd gerealiseerd. Daarnaast waren er geen reorganisatielasten in de eerste drie maanden van 2012 (Q1 2011: US\$ 1,0 miljoen). Het management bleef terughoudend ten aanzien van de vooruitzichten voor geheel 2012. In de Verenigde Staten en Europa (circa 80% van de groepsomzet) staan de markten onverminderd onder druk

als gevolg van de slechte huizenmarkt (weinig verhuisbewegingen) en het lage consumentenvertrouwen. Voor Azië en Latijns-Amerika wordt wederom groei verwacht. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 2,50 (2011: € 1,57), welke overigens mede het gevolg zal zijn van de appreciatie van de US\$ tegen de euro. Tegen de huidige beurskoers van € 31,- worden de aandelen Hunter Douglas op 12,4 maal de verwachte winst verhandeld. Het dividendrendement bedraagt, uitgaande van een onveranderde uitkering van € 1,25 per aandeel, 4%.

Amsterdam Commodities (Acom) meldde 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 Acom actief is, wordt traditioneel geen uitspraak gedaan over de te realiseren resultaten in het gehele jaar 2012. Wel is een sterke dollar per saldo positief voor de onderliggende winstontwikkeling (5% stijging = € 550.00 hogere netto winst). Wij hanteren een winst per aandeel van € 1,25 (2011: € 1,13). De aandelen Acom noteren tegen de huidige beurskoers van € 11,80 daarmee op 9,4 maal de getaxeerde winst en doen een dividendrendement van 6,4% uitgaande van een stabiele 60% pay-out ratio.

Koninklijke TenCate, actief op het snijvlak van textieltechnologie, chemische processen en materiaaltechnologie en wereldspeler in beschermende kleding, geosynthetica, composieten en kunstgras, heeft de overname afgerond van Performance Materials Corporation Baycomp te Camarillo, Californië. De overname van PMC Baycomp biedt TenCate Advanced Composites een sterke positie voor de groeiende industriële composietenmarkt wereldwijd, in het bijzonder de automotivemarkt. PMC Baycomp heeft toonaangevende technologieën in thermoplastische composietmaterialen en componenten voor toepassing in onder meer de auto-industrie, olie- & gaswinning en consumentenelektronica. Deze activiteiten zullen worden vermarkt door de nieuwe marktgroep TenCate Industrial Composites. De marktposities in thermoplastische composieten van PMC Baycomp en TenCate zijn volledig complementair. Onder de voorgestelde structuur zal TenCate zich met haar composietactiviteiten wereldwijd richten op zowel de lucht- en ruimtevaart- als de industriële markt, naast de composietoplossingen voor ballistische bescherming van personen en voertuigen die TenCate Advanced Armour aanbiedt in defensiemarkten.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 2,45 (2011: € 2,31), waarmee de aandelen TenCate tegen de huidige beurskoers van € 18,90 een bescheiden koers/winstverhouding van 7,7 maal de verwachte winst doen. Deze lage waardering is terug te voeren op de grillige winstontwikkeling op kwartaalbasis, maar doet onzes inziens onvoldoende recht aan de perspectieven van het unieke producten/diensten portfolio van TenCate. Na 2012 zal dit naar onze verwachting resulteren in een versterkte groei van de winst per aandeel. Met een weging van 7% is Koninklijke TenCate momenteel de negende grootste holding in de portefeuille.

ASM International (toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie) hield op 15 mei jl. haar Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Bij deze gelegenheid deelde het bestuur mede dat er een onderzoek door een of meerdere consultants zal worden uitgevoerd naar de oorzaken van de onderwaardering van het aandeel ASMI in vergelijking met die van ASM PT, waarin ASMI een belang van ruim 52% houdt. Opvallend was dat oprichter/groootaandeelhouder Arthur del Prado zich op deze vergadering voor het eerst in positieve zin uitliet over een mogelijk splitsingsscenario. Thans bedraagt de beurswaarde van de 52%-deelneming ASM PT, genoteerd in Hong Kong, circa € 1.939 miljoen, terwijl de beurswaarde van ASM International, genoteerd te Amsterdam, niet meer dan ongeveer € 1.400 miljoen is. Naast het ASM PT-pakket maken ook de goed renderende Front-end activiteiten deel uit van ASM International. De uiterst merkwaardige discount van 28% die het aandeel ASMI noteert in vergelijking met ASM PT (en dan de waardering van ‘Front-end’ op nihil veronderstellend) is nu onderwerp van onderzoek. Ook aandeelhouders zullen in de gelegenheid worden gesteld hun visie op deze problematiek te geven in het kader van voornoemd onderzoek. Wij zullen van deze mogelijkheid gebruik maken en binnenkort onze stellingname wereldkundig maken. Vooruitlopend op de uitkomsten van deze discussie houden wij het belang van ASMI vooralsnog in portefeuille.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juni 2012 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Brunel International	11,2%
UNIT4	10,8%
Royal Imtech	10,0%
LBi International	9,4%
Nedap	9,3%
Hunter Douglas	8,5%
Amsterdam Commodities	7,8%
TMC Group	7,1%
Koninklijke TenCate	7,1%
ASM International	5,4%
Overige 4 ondernemingen	12,2%
Liquiditeiten en overige	1,2%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Financiële markten staan momenteel wereldwijd onder druk als gevolg van de weer oplaaierende euro-crisis. De hiermee samenhangende onzekerheid heeft niet alleen zijn weerslag op de economische activiteit, maar evenzeer op de bereidheid van beleggers om risicodragend te investeren. Tegen deze achtergrond is het niet verwonderlijk dat de beurskoers van het Add Value Fund in mei een deel van de sterke appreciatie van de eerste vier maanden heeft moeten inleveren.

Inmiddels hebben wij nagenoeg alle jaarvergaderingen van de ondernemingen uit onze portefeuille bezocht en zijn/blijven wij op basis van onze aldaar opgedane ervaringen van mening dat de beurswaarderingen van onze deelnemingen uiterst aantrekkelijk zijn. Daarbij speelt tevens de wereldwijde aanwezigheid van de meerderheid van de ondernemingen uit onze portefeuille een rol, alsook de sterke financiële structuur van onze deelnemingen. Zeker in het licht van de thans vigerende, 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 met een bruto dividendrendement van circa 4%.

Wij gaan ervan uit het lopende jaar, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, met een bovengemiddeld totaalrendement (lees: > 10%) te kunnen afsluiten.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
 Hilco Wiersma
 Willem Burgers

Amsterdam, 5 juni 2012

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen