

## MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2012

### Inleiding

De maand november werd afgesloten met overwegend licht hogere beurskoersen. De AEX-index steeg 2,6% op 336,55, de Amsterdam Midkap-index klom 1,2% naar 524,19, terwijl de Amsterdam SmallCap Index overanderd bleef op 387,81.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde 2,0% van € 30,57 naar € 29,95. Over de eerste elf maanden van 2012 bedraagt de netto totaalopbrengst van het Add Value Fund 23,0%.

Per 3 december 2012 is voor een bedrag van bijna € 40,3 miljoen belegd in 12 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 41,9 miljoen, zodat er een liquide positie bestaat van 3,8% van de portefeuillewaarde.

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

Beurskoers	€ 30,10
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 29,95
Fondsvermogen	€ 41.868.596
Aantal uitstaande aandelen	1.397.726

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>+23,00</b>	<b>+26,20</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+12,45	-16,79
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+17,15	-9,91
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+5,04	-32,20

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

\*Peildatum: 29/11/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/11/2012)

Peildatum: 29/11/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TMC Group	+104,0	+31,6	+33,5	+0,6
2.	Brunel International	+42,5	+7,8	+1,5	-5,2
3.	Nedap	+40,6	+25,3	+3,3	-2,4
4.	Acomo	+35,9	+9,0	+12,9	-0,8
5.	ASM International	+34,2	-2,0	-3,8	+10,5
6.	Aalberts Industries	+20,6	+11,7	+6,8	+3,9
7.	UNIT4	+7,6	+7,0	+6,8	-0,5
8.	TKH Group	+4,8	-4,5	+4,6	-3,6
9.	Hunter Douglas	+3,6	-11,8	0,0	+2,1
10.	Royal Imtech	-9,6	-17,6	-16,3	-11,1
11.	Koninklijke TenCate	-16,0	-6,3	-5,4	+5,5
12.	Neways Electronics Int.	-27,2	-14,5	-14,9	-22,1

- In november realiseerden 5 van de 12 deelnemingen (= 42%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 9 van de 12 ondernemingen (= 75%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand registreerde de portefeuille een underperformance ten opzichte van het marktgemiddelde. Er waren winstnemingen in **Brunel International** en **Nedap**, de twee zwaarst wegende fondsen in de portefeuille. Daarnaast werd **Royal Imtech** geconfronteerd met een aanval van short sellers die uiteindelijk tot een koersverlies van ruim 11% op maandbasis leidde. Wij blijven onverkort positief gestemd ten aanzien van Imtech en menen dat de koerszwakte in november een uitgelezen koopmoment vertegenwoordigde. Tenslotte werd de winstwaarschuwing van **Neways Electronics International** afgestraft met een koersval van 22%;
- De belangen in **ASM International**, **Hunter Douglas** en **Koninklijke TenCate** boekten een technisch koersherstel in november na een zwakke performance in de voorgaande maanden. **Aalberts Industries** zette de positieve absolute en relatieve performance van de afgelopen twaalf maanden ook in november voort.

Mutaties in de portefeuille

In november werd de positie in **Neways Electronics International** verkleind nadat de onderneming met een winstwaarschuwing voor het lopende jaar kwam (zie ook: maandbericht over oktober). De belangen in **Hunter Douglas** en **Royal Imtech** werden uitgebreid. De beurswaarderingen van deze ondernemingen blijven onzes inziens sterk achter bij het respectievelijke winstpotentieel op middellange termijn.

Bedrijfsnieuws

**Nedap**, fabrikant van intelligente technologische oplossingen, kwam met een kwalitatief statement over de gang van zaken in het lopende jaar. De opbrengsten en winst zullen over geheel 2012 naar verwachting verder stijgen en duidelijk tot belangrijk hoger zijn dan over 2011 (opbrengsten toen: € 152,3 miljoen, winst: € 11,0 miljoen). De opbrengstengroei komt van vrijwel alle marktgroepen, te weten Agri, Automatic Vehicle Identification (AVI), Healthcare, Library Solutions, Power Supplies en Retail. Alleen de opbrengsten van de marktgroep Security Management blijven licht achter. De groei wordt bovendien gerealiseerd in een periode dat de opbrengsten uit toeleveringsactiviteiten – in 2011 nog goed voor € 9,7 miljoen – nagenoeg tot nul zijn gereduceerd.

De opbrengsten in het tweede halfjaar 2012 zullen, vergeleken met de zeer goede tweede helft van 2011, verder stijgen en gering tot licht hoger zijn. Als gevolg van het blijven investeren in productontwikkeling, marketing, verkoop en logistiek zal de winstgevendheid hier enigszins bij achterblijven. De marktgroepen hebben de afgelopen jaren hun marktposities sterk verbeterd en blijven stevig investeren om deze posities continue te versterken. Ook stijgen de

kosten met ongeveer € 0,8 miljoen door het initiatief van de marktgroep Power Supplies om een deel van de hardware van een bepaald type reeds geleverde inverters te vervangen, teneinde de betrouwbaarheid en kwaliteit verder te verhogen. Door het relatief hoge aandeel van nieuwe producten in de opbrengsten zullen ook de afschrijvingskosten op geactiveerde ontwikkelingen stijgen. Het aantal medewerkers steeg in de eerste tien maanden van dit jaar met 27 naar 711 per 1 november 2012. De solvabiliteit blijft met circa 39% van het balanstotaal onverminderd sterk. In het lopende jaar zullen de totale investeringen in materiële en immateriële vaste activa belangrijk hoger zijn dan de afschrijvingen. De huidige kredietfaciliteit biedt hiervoor voldoende ruimte. Deze faciliteit expireert op 1 februari 2013 en is recent tussentijds verlengd tot 1 november 2015. Er zijn geen convenanten met de bank afgesproken.

Het hoge (autonome) groeitempo van Nedap, alsmede de eenmalige kosten bij Power Supplies noodzaken ons om de taxatie van de winst per aandeel 2012 neerwaarts bij te stellen van € 2,25 naar circa € 1,95 (2011: € 1,64). Uitgaande van een ongewijzigde pay out van 75% impliceert dit een getaxeed contant dividend van € 1,46 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 28,- wordt aldus 14,4 maal de verwachte winst voor de aandelen Nedap betaald en komt het dividendrendement op 5,2%.

**UNIT4** (ontwikkeling en verkoop van bedrijfssoftware) meldde dat de omzet uit SaaS-toepassingen en abonnementen begin oktober de grens van € 50 miljoen op jaarbasis heeft gepasseerd en snel verder groeit. UNIT4 levert geoptimaliseerde software oplossingen voor ondernemingen die zich snel moeten aanpassen aan wijzigende (markt)omstandigheden, de zogenaamde *Businesses Living IN Change* (BLINC). Het verdienmodel van UNIT4 verschuift steeds meer in de richting van oplossingen 'in the cloud' waarbij betalingen op abonnementsbasis de boventoon voeren en het traditionele licentiemodel met up-front betalingen terugdringen. Deze verschuiving resulteert op korte termijn in een vertraging van de winstgroei, maar zal na verloop van tijd juist een bestendinging cq versterking van de groei bewerkstelligen. UNIT4 meldde voorts een overeenkomst te hebben gesloten met de Duitse deelstaat Saksen. Agresso Business World (ABW) wordt het centrale ERP-systeem voor het bijhouden van het budget, de financiën en de planning van de verschillende onderdelen van de organisatie. Saksen is daarmee de zesde Duitse deelstaat die gebruik maakt van de software van UNIT4. Met het binnenhalen van dit contract bevestigt UNIT4 haar sterke positie in de lokale overheidsmarkt in Duitsland.

Wij zien vooralsnog geen aanleiding om onze taxaties te wijzigen en handhaven onze prognose van de winst per aandeel 2012 op € 1,80 en op € 1,95 voor 2013. Tegen de huidige beurskoers van € 21,- worden aandelen UNIT4 daarmee verhandeld op een bescheiden multiple van 10,8 maal de getaxeerde winst 2013.

Rijkswaterstaat Corporate Dienst heeft BAM Utiliteitsbouw en **Royal Imtech** (technische dienstverlening in en buiten Europa) opdracht verleend voor het onderhoud van circa 400 objecten (districtskantoren, steunpunten, loodsen en zoutloodsen) op ongeveer 150 lokaties, verspreid over Nederland. Het contract heeft een looptijd van vier jaar, optioneel uit te breiden met twee keer een jaar. Het betreft – met een totale contractwaarde voor BAM en Imtech van meer dan € 20 miljoen – een van de grootste contracten voor bouwkundig en technisch onderhoud en beheer in Nederland. Daarnaast meldde Royal Imtech in november de volgende vier opdrachten:

- € 47 miljoen voor technische oplossingen en energiebesparingen in de onderwijssector in het Verenigd Koninkrijk. Deze orders omvatten de upgradings, vernieuwing, verbetering en nieuwbouw van diverse universiteiten, hogescholen, basisscholen en particuliere instellingen;
- € 68 miljoen voor de uitbreiding, verbetering en upgradings van technische oplossingen – inclusief verhoging van de energie-efficiëntie – bij meerdere Duitse (vracht)autoproducenten, waaronder Audi, Daimler, Volkswagen en MAN in zowel Duitsland, Slowakije als het Verre Oosten;
- € 37 miljoen voor de hightech duurzame technologische infrastructuur in zowel het multidisciplinaire project 'Elbarkaden' in Hamburg – onder andere het onderkomen van het nieuwe Greenpeace hoofdkantoor – als het nieuw te bouwen kantorencomplex 'Main Gate Porta' in het centrum van Frankfurt. Het Hamburgse project heeft een Gold 'pre-certificaat' toegekend gekregen van de Duitse Sustainable Building Council (DGNB). Het kantorencomplex in Frankfurt realiseert een besparing die 25% hoger ligt dan de Duitse EnEV-normering (Energieeinsparverordnung) voorschrijft;

- € 82 miljoen aan nieuwe maritieme service- en onderhoudsorders. In haar maritieme activiteiten focust Imtech onder meer op groei van haar service- en onderhoudsactiviteiten en uitbreiding van het aantal servicevestigingen langs belangrijke scheepvaartroutes. Tevens is een Global Control Center ingericht dat schepen 24/7 digitaal op afstand volgt. Dit is een belangrijke innovatie op de maritieme markt.

Niettegenstaande deze indrukwekkende lijst van inkomende opdrachten stond het aandeel Royal Imtech onder zware koersdruk in november als gevolg van aanhoudende verkoopacties van hedgefondsen. Daarbij werd stevast een verslechtering van het beheer van het werkkapitaal in Duitsland als verklaring opgevoerd die op termijn zou moeten leiden tot het doorbreken van de met financiers overeengekomen convenanten en aansluitend tot het doen van een winstverwaterende aandelenemissie. In de periode 5 oktober – 20 november veroorzaakte de combinatie shortselling, verondersteld dreigend kapitaalstekort een koersdaling van meer dan 30% van € 21,76 naar € 15,02. Nadat het management van Imtech in een tussentijdse mededeling de veronderstelde crisissituatie in krachtige bewoordingen had tegengesproken en de inhoud van het derde kwartaalbericht nog eens herhaalde (zie ons maandbericht over oktober), kon de beurskoers enigszins herstellen.

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 het komende jaar gaan wij uit van een winst per aandeel van € 2,45 met een dividend van € 0,80, een ongewijzigde pay out veronderstellend. Het is gezien het voorgaande ook veelzeggend dat het Imtech-management onverkort vasthoudt aan de doelstellingen uit het Strategisch Plan 2015: een omzet van € 8 miljard bij een operationele marge van 6 – 7%.

De aandelen Royal Imtech noteren thans € 17,60. Tegen deze beurskoers bedraagt de K/W verhouding voor 2013 slechts 7,1 maal de verwachte winst van € 2,45 (2011: € 2,05). Het dividendrendement komt uit op 4,0% wanneer wordt uitgegaan van een onveranderd dividend van € 0,70.

Wij waren aanwezig op de Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders van detacheerder **TMC Group** in het kader van het door Gilde Buy Out Partners (GBOP) uitgebrachte openbare bod van € 18,75 in contanten per aandeel. GBOP en TMC bereikten reeds voorwaardelijke overeenstemming over dit bod: daaropvolgend hebben grootaandeelhouders die gezamenlijk circa 81% van het aandelenkapitaal vertegenwoordigen, zich onherroepelijk geïnteresseerd om de door hen gehouden aandelen in TMC in het kader van het voorgenomen bod aan de Bieder aan te bieden dan wel te verkopen. Slechts indien zich een bona fide derde partij meldt die bereid is 10% meer te betalen, dan zou voornoemd commitment komen te vervallen.

Het Add Value Fund houdt een pakket van 5,6% in het aandelenkapitaal van TMC Group. Wij hebben in eerste aanleg gemeend niet in te gaan op de uitnodiging van GBOP om onze aandelen aan te bieden tegen bovengenoemde prijs. Onze argumentatie luidde als volgt:

- Ofschoon de geboden prijs een premie van 25% vertegenwoordigt boven de beurskoers van vóór de uitgebrachte bieding van € 15,-, achten wij deze voorstelling van zaken geflatteerd. Immers, de bieding is inclusief het over het lopende boekjaar uit te keren dividend. Over 2011 keerde TMC een contant dividend van € 1,00 per aandeel uit. Indien een dergelijke uitkering ook over 2012 zou worden gedaan, biedt GBOP in feite € 17,75 per aandeel, ofwel een premie van 18,3% boven de laatste beurskoers pré bieding;
- Een premie van ruim 18% boven de beurskoers pré bieding achten wij onvoldoende als vergoeding voor de potentiële toekomstige waarde van de aandelen TMC. Hierbij is van belang dat het Add Value Fund zich nadrukkelijk profileert als een lange termijn aandeelhouder. Wij kunnen ons dan ook goed verplaatsen in de stellingname van GBOP als koper van aandelen TMC Group tegen de geboden prijs. Vanuit de huidige sterke positie achten wij TMC Group heel goed in staat de komende drie tot vijf jaar door te groeien tot een dubbele omvang met een stabiele (goede) winstgevendheid. Bij deze voorziene ontwikkeling past onzes inziens een beduidend hogere (beurs)waardering dan de thans voorliggende bieding. Vanzelfsprekend zijn aan dit scenario (neerwaartse) risico's verbonden, maar deze zijn nu eenmaal inherent aan ondernemen/beleggen.

Nochtans hebben wij, nadat wij het biedingsbericht uitvoerig hebben bestudeerd en vervolgens nadere afwegingen hebben gemaakt, toch besloten onze stukken aan te melden tegen de geboden prijs. Uit het biedingsbericht kwam onder meer naar voren dat verkopende aandeelhouders een premie van € 1,00 per aandeel hebben ontvangen boven de prijs die de doorstartende partijen (oprichters Thijs Manders en Jan van Rijt en investeerder Paul Schouwenaar) van GBOP ontvingen. Daarnaast werd de afgelopen weken duidelijk dat Add Value Fund als enige grotere aandeelhouder afwijzend stond tegen de bieding. Volharding in ons standpunt zou hebben geleid tot een uitholling van onze (rechts)positie, onder andere uitmondend in een mogelijk belangrijke verwatering van onze winstrechten en een sterk verminderde verhandelbaarheid van ons aandelenbelang. Overigens zijn wij van mening dat een exit-prijs van € 18,75 per aandeel voor de korte termijn, d.i. de komende één à anderhalf jaar, niet onredelijk is. Ofschoon TMC Technology uitstekende perspectieven heeft om de groei voort te zetten, zijn de twee kleine divisies ICT en Construction beide verlieslatend. Daarnaast staat de winstbijdrage uit subsidies de komende jaren onder druk, zodat van netto winstgroei vermoedelijk geen sprake kan zijn. De winst per aandeel 2012 zal naar verwachting uitkomen op circa € 1,40 (2011: € 1,63), waarbij een extra last van € 0,2 – 0,25 miljoen wordt genomen uit hoofde van kosten verbonden aan de beursexit, en voor volgend jaar lijkt, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, eenzelfde resultaat haalbaar. Het fraaie perspectief op middellange termijn – uitrol van het succesvolle werkondernemersmodel, eerst verder in Nederland, aansluitend in België en Duitsland – wordt onzes inziens evenwel niet vertaald in een adequate biedprijs. De schaarste aan hoogopgeleide technici zal TMC voor langere tijd voorzien van een gretige groep trouwe afnemers. Niettemin is het rendement op onze investering in TMC Group – de eerste stukken werden gekocht op 6 december 2010 à € 7,40 per aandeel – substantieel geweest met een totaalopbrengst (koerswinst + dividend) van +174%.

**Aalberts Industries** (Industrial Services en Flow Control) heeft overeenstemming bereikt tot overname van 100% van de aandelen BSM Valves in Nederland, gespecialiseerd in high performance afsluiters, hoofdzakelijk voor de olie- en gasmarkt. De acquisitie wordt van kracht nadat alle formaliteiten voor de overname zijn afgerond, naar verwachting begin januari 2013.

BSM Valves ontwikkelt, produceert, assembleert en test klantspecifieke afsluiters voor de onshore en offshore olie- en gasindustrie, de (petro)chemische industrie en energiemarkt. In deze markten zijn producten benodigd die blootgesteld kunnen worden aan de meest extreme condities en bestand zijn tegen temperaturen van minus 196 graden Celcius tot plus 850 graden Celcius en hoge drukwaarden. De afsluiters worden in afmetingen geleverd tot een grootte van 700 millimeter. BSM Valves heeft een sterke marktpositie in het wereldwijd snel leveren van klantspecifieke oplossingen, inclusief actuatorsantering, waarbij gebruik wordt gemaakt van een brede selectie van materialen, zoals roestvrij staal, koolstofstaal, duplex, super duplex, titanium en Monel. Na de productie en assemblage worden de afsluiters getest in een eigen laboratorium. BSM Valves, gevestigd in Breda, genereert met circa 60 medewerkers een jaarmzet van ongeveer € 17 miljoen. Het huidige management zal na de overname de dagelijkse leiding behouden om de onderneming gezamenlijk met Aalberts Industries sneller te laten groeien.

Door de acquisitie van BSM Valves zet Aalberts Industries Flow Control een belangrijke strategische stap door het toevoegen van een breed product portfolio van speciale hoogwaardige afsluiters (met name ball valves, gate valves, needle valves, check valves en globe valves) met een uitstekende merknaam en service. Er zijn vele mogelijkheden voor cross-selling. Bij Flow Control is werkmaatschappij BROEN reeds actief in de olie- en gas- en petrochemische industrie in met name Oost-Europa en Rusland. Door bundeling van het product portfolio van BSM Valves en BROEN kan in deze markten en landen de groei verder worden versneld. In Noord-Amerika kan BSM Valves gebruikmaken van de sterke verkoopkanalen van werkmaatschappij Conbraco, die met het Apollo Valves product portfolio een sterke positie inneemt in de olie- en gasmarkt en diverse andere industriële markten, zoals de energiemarkt, mijnbouw, pulp & papier en chemische industrie. In Midden- en Zuid-Amerika zijn tevens vele mogelijkheden voor samenwerking, met name in Brazilië.

Naast de genoemde marktpotentie in klantspecifieke oplossingen biedt de acquisitie van BSM Valves ook de mogelijkheid om grotere series te produceren in bestaande productielokaties in Oost-Europa, Rusland en Noord-Amerika, gebruikmakend van de deskundigheid van BSM Valves op het gebied van design, engineering en materiaal. De resultaten van BSM Valves zullen met ingang van 1 januari a.s. worden geconsolideerd en direct bijdragen aan de winst per aandeel. De overname wordt gefinancierd uit bestaande kredietfaciliteiten.

Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel voor 2012 en 2013 op respectievelijk € 1,45 en € 1,60. Tegen de huidige beurskoers van € 14,60 wordt het aandeel Aalberts Industries gewaardeerd op slechts 9,1 maal de getaxeerde winst 2013.

De orkaan Sandy heeft eind oktober in het Carabisch gebied en vervolgens de oostkust van de Verenigde Staten verwoestend toegeslagen. Dankzij de kern van **TenCate** Geotube containers in de duinen in delen van de kust van New Jersey is de schade daar beperkt gebleven. In het kader van duinherstel zijn in 2010 aan de kust van New Jersey met TenCate Geotube over een lengte van 16 kilometer duindijken aangelegd. Plaatsen als Ocean City, Sea Isle City, Beach Haven en Atlantic City kregen daarmee optimale bescherming tegen orkaankrachten. Geen overbodige maatregel, zo bleek eind oktober. De tubevormige containers in de duinenrij bleken bestand tegen de beukende golven die Sandy aan de kust veroorzaakte. De tubes voldeden aan de verwachting, ook al werd een deel van het duin weggespoeld. Ike was een van de orkanen die Sandy voorgingen. In september 2008 teisterden 5 meter hoge golven de kust van Galveston (Texas). De schade bleef redelijk beperkt dankzij de rij TenCate Geotube-containers aan de kustlijn. Deze braken de kracht van het woeste water. Ook tijdens andere stormen, zoals de orkaan Isaac eerder dit jaar, heeft de TenCate Geotube technologie zich bewezen als belangrijk onderdeel van een effectief kustbeschermingssysteem.

Wij handhaven onze prognoses van de winst per aandeel van 2012 en 2013 op respectievelijk € 1,15 en € 1,75 (2011: € 2,31). Het management handhaaft haar visie op de langere termijn. Voortgaande groei wordt verwacht als gevolg van een sterke technologiepositie en de leidende posities in markten voor persoonlijke bescherming en veiligheid van de leefomgeving. De groeitrend zal vanwege externe factoren, waaronder beschikbaarheid van overheidsbudgetten, vertraging van orders en timing van individuele (grote) projecten, evenwel fluctueren. Er wordt voortgang gemaakt met het aangaan van strategische allianties om de toegang tot nieuwe markten te versnellen. In dit kader meldde TenCate recent samenwerkingsverbanden met BASF (automotive composites), eTAC (European Thermoplastic Automotive Composites consortium) en 3M Advanced Composites (thermoset composieten voor toolingapplicaties). Teneinde de afhankelijkheid van overheidsbudgetten, nu: meer dan 50% van de groepsomzet, te verminderen, zou het TenCate-management kunnen overwegen de samenstelling van de product portfolio te herzien. In het bijzonder de in dit kader kwetsbare kunstgrasdivisie lijkt een kandidaat om op termijn te worden afgestoten. Met de opbrengst van deze divisie zou een verdere focus op hoogwaardige composieten naar onze mening het beleggingsprofiel van TenCate verbeteren. Vanaf 2014 lijken alsdan weer recordresultaten binnen handbereik te komen, omdat TenCate dan de vruchten zal gaan plukken van lopende investeringsprogramma's in met name digitale procesinnovatie voor textielgerelateerde applicaties, de nu in opbouw zijnde marktgroep Industrial Composites, alsmede de verdere uitbouw van de marktgroep composieten ten behoeve van de aerospace industrie. Omdat het perspectief van TenCate op middellange termijn onveranderd positief is, handhaven wij vooralsnog de aandelenpositie in de portefeuille. Het dividendrendement van 4,2% op basis van een getaxeed (en verlaagd) keuzedividend van € 0,75 per aandeel geeft bij de huidige beurswaardering van € 18,00 enige bescherming tegen een mogelijke koerscorrectie.

Technologiebedrijf **TKH Group** kwam met een trading update over het derde kwartaal 2012. De omzet nam in Q3 2012 met 8,6% toe tot € 276,0 miljoen (Q3 2011: € 254,2 miljoen). Autonoom was echter sprake van een daling van 7,3%. Het verschil kwam op conto van de acquisities Augusta (vanaf juli jl.) en Aasset (vanaf maart jl.). Met name de overname van het zeer winstgevende Augusta (TKH houdt 59,6% van de aandelen) droeg sterk bij aan omzet en resultaat. Niettemin daalde de EBITA in Q3 2012 met 4,3% van € 20,7 miljoen naar € 19,8 miljoen. CEO Alexander van der Lof signaleerde een verdere verslechtering van de marktomstandigheden in een aantal segmenten in de industriële- en bouwsector. Om deze verslechtering weerstand te bieden is een efficiency-programma geïnitieerd voor 2013 waarbij de kosten jaarlijks met € 10 miljoen worden gereduceerd. In Q4 2012 zal hiervoor een eenmalige last van circa € 10 miljoen worden genomen.

Over de eerste negen maanden van 2012 boekte TKH Group een omzet van € 802,2 miljoen (1ste negen maanden 2011: € 803,5 miljoen), terwijl de EBITA uitkwam op € 53,2 miljoen (2011: € 67,1 miljoen). Het management handhaafde haar verwachting dat de nettowinst voor amortisatie en eenmalige lasten over geheel 2012 binnen de bandbreedte van € 45 tot € 50 miljoen zal uitkomen. De vooruitzichten voor 2013 mogen met enig optimisme tegemoet



worden gezien. In de belangrijke manufacturing systems divisie lag de orderingang in Q3 2012 op een hoger niveau dan in het eerste halfjaar. Daarnaast zal de omzet- en winstbijdrage van de acquisities in de Building Solutions-divisie in 2013 een vol jaar meetellen. Bovendien zullen de kosten verbonden aan de acquisitie van Augusta (circa € 4 miljoen) niet terugkeren. Tenslotte zullen de kostenbesparende maatregelen uit het efficiency-programma margeversterkend werken. Wij taxeren derhalve een winst per aandeel van € 1,25 voor 2012 (2011: € 1,44) en van circa € 1,60 voor het komende jaar. Tegen de huidige beurskoers van € 16,80 wordt daarmee 10,5 maal de getaxeerde winst 2013 voor de aandelen TKH Group betaald. Het dividendrendement komt op 3,7% (taxatie 2012) uitgaande van een traditionele 50% pay out. TKH blijft ruim binnen de met de banken overeengekomen financiële ratio's, te weten: net debt/EBITDA: 1,8 en een rentedekking van 9,7. De solvabiliteit bedroeg per eind september 40,9% (2011/9: 41,8%).

#### Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Brunel International	11,8%
Nedap	11,3%
UNIT4	11,3%
Royal Imtech	10,5%*
Hunter Douglas	9,4%
TMC Group	9,3%
Amsterdam Commodities	8,2%
Aalberts Industries	6,9%
Koninklijke TenCate	6,5%
ASM International	5,1%
Overige 2 ondernemingen	5,9%
Liquiditeiten en overige	3,8%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

\*exclusief optiepositie

#### Vooruitzichten

Per saldo wijst de gemiddelde teneur in de derde kwartaalberichten op een afzwakkend economisch momentum in West-Europa. Desalniettemin blijken aandelenmarkten deze ontwikkeling reeds verdisconteerd te hebben, gezien het per saldo stabiele koersverloop gedurende de achterliggende periode.

Inmiddels richt de aandacht van beleggers zich op het oplossen van de begrotingsproblematiek in de Verenigde Staten, de zogenaamde *fiscal cliff*.

Na de jaarwisseling wordt er op basis van de huidige wetten voor \$ 607 miljard aan belastingverhogingen en bezuinigingen automatisch in gang gezet, tenzij president Obama een compromis sluit met het verdeelde Congres. In de zomer van 2011 zorgde deze problematiek (mede) voor een tijdelijke koerscorrectie van 20 – 25%.

Wij zijn derhalve terughoudend om rond de huidige koersniveaus bestaande posities te vergroten en houden vast aan een liquide positie van circa 3 – 5%. Door aanmelding van het belang in TMC Group zal de liquide positie overigens tijdelijk toenemen tot ruim 12%.

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

De vooruitzichten voor een aantrekkelijke winstgroei bij onze deelnemingen in 2013 en volgende jaren schatten wij vooralsnog onveranderd hoog in.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het komende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen koers/winstverhouding van 10,7 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,7%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 6 december 2012