

MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2012

Inleiding

De maand oktober werd afgesloten met licht hogere beurskoersen. De AEX-index steeg 2,4% op 330,76, de Amsterdam Midkap-index krom 0,5% naar 521,63 en de Amsterdam SmallCap Index toonde een stijging van 2,4% op 388,12.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 2,3% van € 29,90 naar € 30,57. Over de eerste tien maanden van 2012 bedraagt het netto totaalrendement van het Add Value Fund 25,5%.

Per 1 november 2012 is voor een bedrag van ruim € 40,3 miljoen belegd in 12 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt bijna € 42,6 miljoen, zodat er een liquide positie en overige bestaat van 4,7% van de portefeuillewaarde.

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

Beurskoers	€ 30,73
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 30,57
Fondsvermogen	€ 42.566.648
Aantal uitstaande aandelen	1.392.318

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	+25,52	+28,72
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+9,60	-18,90
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+15,79	-10,95
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+5,03	-32,20

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/10/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/10/2012)

Peildatum: 31/10/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TMC Group	+89,7	+26,2	+24,5	+22,0
2.	Brunel International	+42,3	+5,0	+19,8	+9,3
3.	Nedap	+39,5	+14,9	+16,5	+6,3
4.	Acomo	+34,6	+8,7	+13,9	+3,0
5.	ASM International	+19,5	-8,7	-21,0	-6,8
6.	Aalberts Industries	+ 9,4	-3,5	+8,9	+0,2
7.	UNIT4	+3,3	-3,9	+11,8	+0,9
8.	TKH Group	-1,5	-11,6	+7,4	+8,5
9.	Neways Electronics Int.	-8,2	+0,8	+9,9	+1,0
10.	Royal Imtech	-9,7	-9,4	-6,8	-5,8
11.	Hunter Douglas	-14,2	-12,3	-3,2	-2,9
12.	Koninklijke TenCate	-31,3	-25,7	-10,1	-4,6

- In oktober realiseerden 8 van de 12 deelnemingen (= 67%) een positieve performance. Op een 12-maands basis noteren 7 van de 12 ondernemingen (=58%) een positieve performance;
- De bieding van Gilde Buy Out Partners op **TMC Group** van € 18,75 per aandeel in contanten zorgde voor een koerssprong van de Eindhovense detachingsgroep in oktober. De outperformance van detacheerder **Brunel International** was mede het gevolg van aanhoudend positieve berichten over de orderingang in de Energiedivisie;
- **ASM International**, **Royal Imtech** en **Koninklijke TenCate** waren underperformers in oktober nadat deze ondernemingen met derde kwartaalberichten kwamen die achterbleven bij de marktconsensus.

Mutaties in de portefeuille

In oktober verkochten wij de kleine positie in **Macintosh Retail Group**. Wij zijn van mening dat het omschakelingsproces naar een cross channel retailer met een voldoende/goede winstgevendheid langer zal gaan duren dan wij aanvankelijk veronderstelden. De combinatie van teruglopende koopkracht, structurele prijsdruk en overcapaciteit in de winkelstraten staat voorlopig een aansprekend winstherstel in de weg. De belangen in **Aalberts Industries**, **Hunter Douglas** en **Royal Imtech** werden uitgebreid. De beurswaarderingen van deze ondernemingen blijven onzes inziens sterk achter bij het respectievelijke winstpotentieel op middellange termijn. Tenslotte werd de positie in **TMC Group** licht vergroot. Wij menen dat de voorliggende bieding van Gilde Buy Out Partners de exit-waarde van TMC Group enigszins onderschat.

Bedrijfsnieuws

UNIT4 (ontwikkeling en verkoop van bedrijfssoftware en cloud-applicaties) presenteerde een goed derde kwartaalbericht. Ten opzichte van Q3 2011 steeg de omzet met 11% tot € 110,7 miljoen. De omzet uit licenties steeg met meer dan 70% in het Verenigd Koninkrijk en nam double digit toe in Noord-Amerika, Zweden, de Benelux en Azië. FinancialForce.com, UNIT4's cloud-applicatie deelneming met Salesforce.com, zette de krachtige groei voort met een nagenoeg verdubbelde omzet in Q3 in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder. Ondanks toegenomen investeringen in FinancialForce.com steeg de EBITA in het afgelopen kwartaal met 6% naar € 20,5 miljoen (Q3 2011: € 19,4 miljoen). Exclusief deze investeringen bedroeg de EBITA-stijging meer dan 10%. 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 bestending cq versterking van de groei bewerkstelligen. Wij zien geen aanleiding om onze taxaties te wijzigen en handhaven onze prognose van

de winst per aandeel 2012 op circa € 1,80 en op € 1,95 voor 2013. Tegen de huidige beurskoers van € 21,- worden aandelen UNIT4 daarmee verhandeld op een bescheiden K/W verhouding van 10,8 maal de getaxeerde winst 2013.

Royal Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) maakte bekend een eenmalige voorziening van in totaal circa € 50 miljoen ten laste van het resultaat 2012 te treffen. Dit betreft de afvloeiing van circa 900 medewerkers in de Benelux, Spanje en in de maritieme divisie. Hiermee pakt Imtech de aanwezige onevenwichtigheid in de resultaatontwikkeling aan met enerzijds gezonde groei en goede financiële prestaties in Duitsland & Oost-Europa, UK & Ierland, Scandinavië, ICT en Traffic en anderzijds structureel tegenvallende resultaten in de Benelux en Spanje, evenals een tijdelijke terugval bij Marine. Exclusief deze eenmalige voorziening verwacht Imtech in 2012 verdere EBITA-groei ten opzichte van 2011. Per saldo daalt de EBITA 2012. Imtech blijft echter ruim winstgevend. Tevens is, gezien de ontwikkeling van de Spaanse economie, besloten de goodwill op de Spaanse activiteiten af te waarderen met circa € 20 miljoen. In Q3 2012 vertoonde de orderportefeuille groei (+12%), zowel autonoom als door gedane acquisities. Per ultimo september bedroeg de orderportefeuille € 6,4 miljard (Q3 2011: € 5,7 miljard), wat als een opmaat voor verdere groei in 2013 wordt beschouwd. Vooral in Duitsland & Oost-Europa (met name Polen), de UK en Ierland, Turkije en de Nordic was sprake van een gezonde groei van de orderportefeuille. Ook op de Europese ICT-markt en in de mondiale maritieme markt ontwikkelde de orderportefeuille zich goed. In de Europese trafficmarkt was sprake van een stabiele positie. In de Benelux en Spanje was echter onveranderd sprake van een structureel uitdagende markt. Het verwerven van winstgevende orders staat hier sinds 2010 zwaar onder druk met als gevolg lage productieniveaus, leegloop en een EBITA-bijdrage die inmiddels te beperkt is. Dit ondanks vanaf de eerste helft 2010 doorgevoerde (strategische) heroriëntaties, kostenreducties en efficiency-maatregelen. Bovendien verslechtert de gebouwenmarkt in Nederland, België en Spanje in 2013 naar verwachting opnieuw. Marine heeft in 2012 de gevolgen van een tijdelijk relatief lage orderingang in voorafgaande jaren ondervonden. Doelstelling van de reorganisatie is in de Benelux, Spanje en Marine te komen tot een gezonde bedrijfseconomische situatie. Naar verwachting zal de EBITA in de Benelux in 2013 weer een opwaartse tendens vertonen, mede omdat de business units die werkzaam zijn in de industriële markt, op het gebied van industriële export en in Luxemburg zich goed ontwikkelen.

Wij verlagen onze taxaties voor 2012 als volgt: de winst per aandeel zal naar onze verwachting rond € 1,90 uitkomen (eerder: € 2,20, 2011: € 2,05) en het dividend zal gehandhaafd blijven op € 0,70 per aandeel (eerder: € 0,75). Voor 2013 en verdere jaargangen zien wij echter geen reden om onze taxaties aan te passen. De nu aangekondigde reorganisatie is feitelijk een naar voren halen van organisatie-aanpassingen die sowieso moesten worden doorgevoerd. Het is in dit kader ook veelzeggend dat het Imtech-management onverkort vasthoudt aan de doelstellingen uit het Strategisch Plan 2015: opbrengsten van € 8 miljard bij een operationele EBITA-marge van 6 – 7%.

De aandelen Royal Imtech noteren thans € 19,30,-. Tegen deze beurskoers bedraagt de K/W verhouding voor 2013 slechts 7,9 maal de verwachte winst van € 2,45 (2011: € 2,05). Het dividendrendement komt uit op 3,6% wanneer wordt uitgegaan van een onveranderd keuzedividend van € 0,70.

Gilde Buy Out Partners (GBOP) meldde voornemens te zijn een openbaar bod te doen op detacheerder **TMC Group** van € 18,75 in contanten per aandeel. GBOP en TMC bereikten reeds voorwaardelijke overeenstemming over dit bod: inmiddels hebben grootaandeelhouders die gezamenlijk circa 81% van het aandelenkapitaal vertegenwoordigen, zich onherroepelijk gecommitteerd 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 luidt 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 meerwaarde 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;
- Vooralsnog wachten wij de verdere ontwikkelingen af. Gedurende de komende weken zullen partijen verdere stappen ondernemen om de documentatie voor het voorgenomen bod te finaliseren. Daarna zal het bod, indien de voorwaarden voor het uitbrengen ervan zijn vervuld of daarvan afstand is gedaan, door GBOP worden uitgebracht door de publicatie van het biedingsbericht. De huidige verwachting is dat dit medio deze maand zal plaatsvinden. Vervolgens zal een buitengewone vergadering van aandeelhouders (BAVA) worden belegd, waarin de bieding zal worden toegelicht.
- Vooralsnog heeft GBOP aangegeven de bieding gestand te doen indien ten minste 95% van het geplaatste en uitstaande aandelenkapitaal van TMC wordt aangemeld. Omdat Add Value Fund reeds heeft aangegeven niet te zullen aanbieden tegen de geboden prijs, zou om die reden het risico reëel zijn dat de bieding wordt ingetrokken. Wij houden terdege rekening met dit scenario en zullen ons, na de BAVA, beraden op onze uiteindelijke beslissing.

De activiteiten van **Aalberts Industries** (Industrial Services en Flow Control) lieten in het derde kwartaal 2012 een gemengd beeld zien. Industrial Services toonde een iets lager maar wel stabiel volumeniveau ten opzichte van het derde kwartaal 2011. In Flow Control namen omzet, orderingang en de toegevoegdewaarde marge toe ten opzichte van dezelfde periode van vorig jaar. Op groepsniveau werd autonome groei gerealiseerd en een 'goed' resultaat behaald. De markten waarin Industrial Services actief is, laten een divers beeld zien. De Duitse automobiellindustrie, de luchtvaart-, turbine- en olie- en gasmarkten lieten een constant goed orderniveau zien. In de machinebouw, de halfgeleider-, de Franse automobiell- en metalektromarkten was sprake van een lager orderniveau dan in het derde kwartaal 2011. De innovatie van nieuwe industriële producten, subassemblages en waar mogelijk in combinatie met een oppervlakte- en/of warmtebehandeling werd in het afgelopen kwartaal versneld. Het aantal nieuwe producten en processen bij bestaande en nieuwe klanten is sterk toegenomen. Hierdoor is, in combinatie met de vele investeringsinitiatieven, de afvlakking van het orderniveau in sommige markten voor een gedeelte gecompenseerd. In Flow Control vertoonde de markt voor woningbouw en commerciële gebouwen hetzelfde uitdagende beeld als in de eerste jaarhelft. De Duitse en Oost-Europese markten waren goed, de Franse en Scandinavische markten bleven op een redelijk niveau. De marktsituatie in het Verenigd Koninkrijk en vooral Nederland is moeilijk, evenals in de landen in Zuid-Europa. In Noord-Amerika werd autonome omzetgroei gerealiseerd dankzij de commerciële focus op specifieke marktsegmenten. De markten voor stadsverwarming, gas, industrie en bier- en softdrinks bleven het onverminderd goed doen. Het marktaandeel werd verder vergroot door de sterke focus op het implementeren van de vele eigen initiatieven ter verbetering van de marktpositie, snelgroeiende productielijnen en aanvullende producten en markten, verbetering van marge en efficiencyverhoging. Hierdoor zijn de orderpositie en omzet toegenomen en is ook in het derde kwartaal autonome omzetgroei gerealiseerd ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Op basis van de vele genomen initiatieven is de verwachting van het management dat, onvoorziene omstandigheden daargelaten, de omzet en winst per aandeel over geheel 2012 zullen toenemen in vergelijking met 2011.

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 € 14,40 wordt het groeipotentieel van Aalberts Industries onzes inziens onvoldoende op waarde geschat. Wij hebben de weging van het aandeel AI in de verslagmaand dan ook verhoogd.

In ons vorige maandbericht stelden wij reeds de winsttaxaties van **Koninklijke TenCate** voor de jaren 2012 en 2013 neerwaarts bij. De trading update over het derde kwartaal 2012 bevestigden onze overwegingen en aannames hiervoor. De markten waarop TenCate wereldwijd opereert worden in toenemende mate beïnvloed door gedaalde overheidsbudgetten en uitstel van bestedingen. Dit is met name het geval in de voor TenCate belangrijke defensiemarkten, ofschoon het belang van een hoogwaardige persoonlijke beveiliging en bescherming blijvend wordt onderkend. De omzet daalde in het derde kwartaal 2012 van € 290,0 miljoen naar € 276,8 miljoen (-4,5%), terwijl de EBITA terugviel van € 28,0 miljoen naar € 17,2 miljoen (-39%). Over de eerste negen maanden van 2012 bedroeg de omzet € 816,4 miljoen (2011: € 882,4 miljoen), ofwel een daling van 7,5%. De EBITA daalde over deze periode van € 84,2 miljoen naar € 49,5 miljoen, een teruggang van 41%. Het management onthoudt zich van het geven van een omzet- en winstverwachting voor geheel 2012. Als gevolg van budgettaire onzekerheden ten aanzien van overheidsbestedingen, in het bijzonder in de Verenigde Staten, trad eerder dit jaar een onverwacht sterke omzetzak op. Dit zogenaamde de-stocking effect kan worden beschouwd als een eenmalig neerwaarts effect op de omzet en resultaten van 2012. 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 bereik 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 4,25% op basis van een getaxeerd (en verlaagd) keuzedividend van € 0,75 per aandeel geeft bij de huidige beurswaardering van € 17,60 enige bescherming tegen een mogelijke koerscorrectie.

ASM International (toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie) rapporteerde teleurstellende derde kwartaalcijfers. Weliswaar steeg de omzet zowel in Front-end als Back-end sterker dan verwacht, de bedrijfsresultaten bleven in beide divisies sterk achter bij de marktconsensus. In Front-end werd een EBIT-verlies van € 1,6 miljoen gerapporteerd, als gevolg van een combinatie van onderbezetting en ongunstige mix-effecten. Daarnaast zit de halfgeleidersector in een cyclische dip, waardoor ook de orderingang onder druk stond. In Back-end stonden de marges onder druk door prijsdruk, een ongunstige sales-mix en een lagere bedrijfsactiviteit. Al met al werd over het derde kwartaal een netto winst van € 4,9 miljoen verantwoord, waar de marktconsensus uitging van ruim € 25 miljoen. Voor het vierde kwartaal 2012 voorziet het management een dubbelcijferige omzetzak in beide segmenten. Hierdoor zal de winstgevendheid over geheel 2012 aanzienlijk lager uitkomen dan aanvankelijk verwacht. Wij hanteren een winst per aandeel van € 0,65 (2011: € 2,75). Voor 2013 mag volgens het management echter weer op een behoorlijk omzet- en winstherstel worden gerekend. Op basis van de orderingang lijkt dit herstel zich in Front-end reeds in het lopende kwartaal af te tekenen. Voor Back-end wordt in de eerste helft van 2013 een vlot herstel voorzien op grond van de huidige lage voorraden bij

afnemers. Ten aanzien van de bijbehorende winstgevendheid hangt veel af van het effect van de kostenbesparingsprogramma's die inmiddels in gang zijn gezet. Wij hanteren vooralsnog een getaxeerde winst per aandeel van € 1,50 voor 2013. Naar verwachting zullen de resultaten naar het onderzoek van de opsplitsing van ASM International teneinde de impliciete negatieve waardering van Front-end te neutraliseren, aan het einde van het jaar bekend worden gemaakt. Mede op grond hiervan wordt het aandeel ASM International nog altijd geduid als een ondergewaardeerde *value play* met een koersdoel van € 30,- per aandeel. Vanaf de huidige beurskoers van € 25,- geeft dit een opwaarts koerspotentieel van 20%.

Eenzelfde tendens als bij ASM International is zichtbaar bij **Neways Electronics International**. Sinds half september heeft Neways te maken met een snel toegenomen terughoudendheid bij haar klanten in de Electronic Manufacturing Services (EMS) markt. Terwijl er in het derde kwartaal 2012 nog sprake was van een lichte omzetsijging naar € 69,5 miljoen (Q3 2011: € 69,2 miljoen), wordt voor het vierde kwartaal rekening gehouden met een substantiële omzetsdaling ten opzichte van hetzelfde kwartaal in 2011. De orderportefeuille blijft niettemin relatief op peil wat aangeeft dat de meeste orders die waren gepland voor de laatste maanden van 2012 worden doorgeschoven naar volgend jaar. De orderportefeuille is per 30 september 2012 met circa 3% gedaald ten opzichte van 30 juni 2012 naar € 66 miljoen. De in de afgelopen anderhalve maand ingetreden terughoudendheid bij klanten heeft in het derde kwartaal reeds een drukkend effect gehad op de winst van Neways. Op basis van de neerwaartse bijstelling van de planningen en de feedback van klanten in zowel de halfgeleiderindustrie als in andere sectoren is Neways gestart met de afbouw van circa 70 – 80 flexibel inzetbare medewerkers om zo het kostenniveau te verlagen. Daarnaast worden werkkapitaal en supply chain verscherpt aangestuurd om deze zo goed mogelijk te laten aansluiten bij het voorziene lagere activiteitsniveau in de komende maanden. Bij de verlieslatende werkmaatschappij Neways Electronics Production in Kassel is de noodzakelijke organisatieverandering gerealiseerd. De aandacht ligt nu met name op het verwerven van meer orders en het verder optimaliseren van de samenwerking met andere werkmaatschappijen om de bezetting meer structureel naar een hoger niveau te tillen. Op basis van de bijgestelde verwachting voor het vierde kwartaal zal de omzet voor heel 2012 ruim onder het niveau van 2011 uitkomen. Voor het vierde kwartaal wordt rekening gehouden met een negatief resultaat, waardoor naar verwachting de nettowinst voor het gehele jaar 2012 substantieel lager zal uitvallen dan in 2011. Wij verlagen derhalve onze winsttaxatie 2012 van € 0,50 naar circa € 0,25 per aandeel (2011: € 0,39). Voor 2013 lijkt onze oude taxatie van 2012 in beginsel haalbaar, met de aantekening dat een plotseling (tijdelijk) stilvallen van de vraag volgend jaar uitblijft. Voor de Duitse activiteiten lijkt een aanvullende acquisitie onzes inziens noodzakelijk om op deze markt voldoende schaalomvang en slagkracht te bereiken. Tegen de huidige beurskoers van € 5,00 noteert het aandeel Neways Electronics International vrijwel op de zichtbare intrinsieke waarde. De financiële positie blijft onveranderd gezond met een solvabiliteit van 42,6% per eind september, maar een vereist (structureel) hoger winstniveau lijkt onder de huidige uitdagende economische omstandigheden lastig te realiseren bij de huidige bedrijfssamenstelling. Wij beraden ons dan ook op onze positie in Neways Electronics International.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Brunel International	12,3%
Nedap	11,5%
UNIT4	11,1%
Royal Imtech	10,2%*
TMC Group	9,1%
Hunter Douglas	8,3%
Amsterdam Commodities	8,3%
Aalberts Industries	6,6%
Koninklijke TenCate	6,0%
ASM International	4,7%
Overige 2 ondernemingen	7,2%
Liquiditeiten en overige	4,7%
Totaal	100,0%

*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.

Na de Amerikaanse presidentsverkiezingen van dinsdag 6 november, zal de aandacht van beleggers zich naar verwachting gaan richten 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 de nieuwe president een compromis vindt 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 voorlopig vast aan een liquide positie van circa 3 – 5%.

De vooruitzichten voor een aantrekkelijke winstgroei bij onze deelnemingen in 2013 en volgende jaren schatten wij evenwel 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 circa 10 maal en een bruto dividendrendement van circa 4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 5 november 2012

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen