

## MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2012

### Inleiding

De maand februari bracht een vervolg op de positieve beursstemming van januari. De AEX-index voegde 2,2% toe op 324,25. De small- en midcaps presteerden wederom beter: de Amsterdam Midkap-index steeg in februari met 4,6% naar 532,03 en de Amsterdam SmallCap Index klom met 3,3% naar 412,56.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 9,6% van € 27,06 naar € 29,66. Year-to-date bedraagt de waardeinstijging 18,6%.

Per 1 maart 2012 is voor een bedrag van € 42,5 miljoen belegd in 14 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 42,3 miljoen. Er was sprake van een debetpositie van 0,8%.

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

Beurskoers	€ 29,81
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 29,66
Fondsvermogen	€ 42.298.061
Aantal uitstaande aandelen	1.426.321

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>+18,64</b>	<b>+21,84</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+4,19	-22,90
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+13,70	-12,56
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+7,36	-30,70

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

\*Peildatum: 29/02/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/02/2012)

Peildatum: 29/02/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	LBI International	+27,9	+67,6	+41,0	+13,5
2.	Acomo	+14,9	+16,3	+19,7	+15,2
3.	TMC Group	+8,8	+9,4	+25,7	+5,5
4.	Brunel International	+4,6	+30,7	+21,4	+11,0
5.	TKH Group	+0,9	+11,6	+8,0	+0,1
6.	Aalberts Industries	-1,7	+16,8	+26,0	+6,0
7.	Hunter Douglas	-2,4	+2,5	+18,6	+13,2
8.	Imtech	-3,9	+24,3	+32,2	+6,5
9.	ASM International	-4,3	+52,4	+40,1	+11,3
10.	Nedap	-5,4	+11,7	+9,7	+5,1
11.	Koninklijke TenCate	-7,3	-1,0	+13,7	+2,9
12.	UNIT4	-12,7	+16,9	+8,7	+19,0
13.	Neways Electronics	-34,0	-11,7	+3,6	+11,8
14.	Macintosh Retail	-47,4	-28,6	-6,9	+4,6

- In februari realiseerden alle deelnemingen een positieve performance. Vijf van de 14 ondernemingen (= 36%) noteren een positieve performance op een 12-maands basis;
- De pure dienstverleners in de portefeuille (**LBI**, **TMC**, **Brunel**) presteren bovengemiddeld. **UNIT4** maakte in februari een flink deel van de opgelopen achterstand goed met een performance van +19% op maandbasis;
- **Neways Electronics** en **Macintosh Retail Group** zijn de twee *legcards* in de portefeuille. Beide ondernemingen zijn onzes inziens ondergewaardeerd in vergelijking tot hun *fair value*.

Mutaties in de portefeuille

In februari werd slechts een beperkt aantal mutaties doorgevoerd. Als gevolg van geringe redemptions werden de minder liquide belangen in **Hunter Douglas**, **Neways Electronics** en **Nedap** licht gereduceerd. De positie in **TMC Group** werd vanwege de significante onderwaardering en het relatief hoge dividendrendement van ruim 6% in bescheiden mate uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Technisch dienstverlener **Imtech** rapporteerde cijfers over het boekjaar 2011 die licht boven de marktverwachting bleken te liggen. Er werd een opbrengstengroei gerealiseerd van 14% naar een recordniveau van € 5,114 miljard. Van deze groei kende 5% een autonoom karakter, terwijl de overige 9% het gevolg van acquisities was. Het bedrijfsresultaat steeg met 11% tot € 259,4 miljoen, terwijl het netto resultaat met 7% toenam tot € 150,4 miljoen. Vooral in Duitsland en Oost-Europa bleef de groei met een EBITA-stijging van 18% op een hoog niveau, waarbij de aantekening past dat deze groei nagenoeg volledig autonoom was. Ook in de Nordic (Zweden, Noorwegen en Finland) groeit Imtech sterk en wordt gaandeweg een marktpositie vergelijkbaar met die van Duitsland nagestreefd. In de overige sectoren (UK, Ierland & Spanje, ICT, Traffic & Marine) was er een single digit groei, onder vaak uitdagende marktomstandigheden. Slechts in de Benelux staat de performance nog steeds onder druk en daalde de EBITA met 26%, vooral vanwege de structureel lastige omstandigheden in de gebouwenmarkt. Imtech blijft sterk groeien in groene technologie en duurzaamheidsoplossingen en neemt op dit gebied inmiddels een leidende positie in Europa in. Het aandeel "GreenTech" in de opbrengsten nam toe tot circa 30% (2010: circa 25%). In 2011 nam Imtech 15 bedrijven in en buiten Europa over met totale opbrengsten op jaarbasis van circa € 450 miljoen. Imtech focust op goed presterende overnamekandidaten die perfect passen binnen de groeistrategie, sterk groeien en zorgdragen voor toekomstige autonome groei van het bestaande portfolio. Het aantal klanten nam met bijna 10% toe tot 23.000. De financiële positie bleef solide, waarbij de ratio werkkapitaal/opbrengsten spectaculair verbeterde van 6,9% ultimo 2010 naar 5,6% eind 2011.

Het management ziet 2012 en komende jaren met vertrouwen tegemoet. Voor het lopende jaar wordt een, niet nader gekwantificeerde, verdere toename van de EBITA door autonome groei en acquisities voorzien. Voor 2015 wordt onveranderd vastgehouden aan de inhoud van het Strategisch Plan dat uitgaat van opbrengsten ter grootte van € 8 miljard bij een operationele EBITA-marge tussen 6 en 7%. De hiervoor benodigde groei zal min of meer evenredig zijn verdeeld tussen autonome groei en acquisities. Een en ander zou, indien volgens plan gerealiseerd, moeten leiden tot een winst per aandeel van circa € 3,50 in 2015. De huidige beurskoers van € 25,20 biedt naar onze mening nog ruim voldoende perspectief om de komende jaren een trouw aandeelhouder van Imtech te blijven, temeer daar het management er bij eerdere strategische plannen in slaagde de geformuleerde doelstellingen reeds één jaar eerder dan voorgenomen, daadwerkelijk te realiseren.

**UNIT4** (ontwikkeling en verkoop van bedrijfssoftware) rapporteerde jaarcijfers over 2011 die in lijn lagen met de marktverwachting. De omzet steeg met 8% van € 421,7 miljoen naar € 454,7 miljoen. De EBITDA nam met 2,1% toe tot € 87,9 miljoen, terwijl de nettowinst 11,1% hoger uitkwam op € 48,0 miljoen. De winst per aandeel kwam uit op € 1,64 (2010: € 1,52). Het voorgestelde dividend per aandeel werd verhoogd van € 0,25 naar € 0,40, hetgeen mede een bewijs vormde van het sterke cashgenererend vermogen van UNIT4.

De groep ontwikkelde zich op alle fronten naar wens. De licentieverkopen stegen met 10% naar € 80 miljoen, terwijl de opbrengsten uit SaaS en abonnementen met 45% stegen tot € 38,6 miljoen. De ontwikkeling van joint venture FinancialForce.com overtreft telkens weer de verwachtingen van de betrokkenen. Deze toonaangevende cloud applications company, waarin UNIT4 83% van de aandelen houdt en Salesforce.com de overige 17%, noteerde in december 2011 een zogenaamde revenue run rate (inclusief diensten) van \$ 9 miljoen en ziet naar verwachting van het management een verdere versnelling van de groei in het lopende jaar. Dit heeft als consequentie dat enerzijds het break even point in een later stadium zal worden gepasseerd (d.i. vermoedelijk in 2013 en niet, zoals eerder voorzien, reeds dit jaar), maar dat anderzijds de winstbijdrage sterker zal zijn zodra de winstgevende situatie is bereikt. Vooralsnog voorziet het management een single digit groei van zowel de opbrengsten als van het bedrijfsresultaat in 2012, mede in het licht van de uitdagende economische omstandigheden. Wij hanteren een winst per aandeel van € 1,80, een stijging van 9,8% in vergelijking met 2011. Tegen de huidige beurskoers van € 21,20 noteren de aandelen UNIT4 op nog geen 12 maal de getaxeerde winst van het lopende jaar, hetgeen in schril contrast staat met de veel hogere waardering van internationale peers. Met name het sterke groeipotentieel van FinancialForce.com wordt naar onze mening nog niet of nauwelijks in de huidige beurswaardering gereflecteerd.

**LBI International** (digitale agency) rapporteerde een overtuigend resultaat over het vierde kwartaal van 2011. Hierdoor werd het jaar 2011 afgesloten met een omzet van € 196,6 miljoen, een stijging van 12% in vergelijking met 2010 (€ 175,6 miljoen). Het vergelijkbare EBITDA-resultaat steeg met 13,1% van € 28,2 miljoen naar € 31,9 miljoen. In het vierde kwartaal van 2011 bedroeg de omzettoename 18% op jaarbasis en was er een stijging van 16,7% van de EBITDA. De overname van het Amerikaanse Mr Youth (zie maandbericht december 2010) droeg mede bij aan de acceleratie in omzet en resultaat. Het management, bij monde van CEO Luke Taylor, ziet 2012 met vertrouwen tegemoet: *“LBI will continue throughout 2012 to benefit from the ongoing acceleration in interest in all things social, the trend for roster consolidation and the aggregation of digital services into single supplier multi-market mandates. We of course remain sensitive to macroeconomic events and in the Q4 period we institutionalized a small increase in contractor usage as hedge against uncertainty. For this reason we do not anticipate any significant margin expansion in the short term, but this will start to flow through as the contractor ratio becomes better optimized through the first half of this year. We recorded solid organic sales growth of 13% in Q4 (18% inclusive of 6 weeks Mr Youth) and at the moment we continue to see good double digit organic growth developing throughout 2012.”*

Het netto resultaat kwam vorig jaar uit op € 17,9 miljoen (2010: € 12,3 miljoen). Voor de integratie van de overname van Mr Youth in de Amerikaanse organisatie van LBI werd een buitengewone last van in totaal € 2,9 miljoen genomen ten laste van het resultaat over 2011. Naar verwachting zal voor dit doel in het eerste kwartaal van 2012 nog een aanvullende last van circa € 1 miljoen worden genomen. Hiertegenover stond een vrijval van € 4,5 miljoen uit de voorziening die in 2010 was getroffen voor een mogelijke compensatie van verkopende aandeelhouders in

BigMouthMedia indien de aandelenkoers van LBi beneden de vooraf overeengekomen doelkoers van € 1,65 per aandeel was gebleven. Uit deze voorziening zal de resterende € 2,2 miljoen vrijvallen in het eerste kwartaal van 2012. De winst per aandeel over 2011 kwam uit op € 0,13. Wij voorzien een verder herstel in 2012 tot € 0,15 per aandeel, onder andere vanwege:

- de verdere groei van de online bestedingen wereldwijd, waarvan LBi als een der toonaangevende bureaus zal profiteren;
- de aanname dat de marges in de Verenigde Staten de komende jaren geleidelijk zullen kunnen stijgen van de huidige 13,5% naar het sectorgemiddelde van 18%;
- het feit dat LBi er steeds beter in slaagt om van Duitsland de derde 'hub' (= thuismarkt) te maken. Een merkbare verdere margeverbetering in deze markt is onzes inziens een kwestie van tijd.

Ofschoon de aandelen LBi International met een performance van +28% dit jaar reeds een voorschat hebben genomen op de voornoemde gunstige prognose, achten wij de huidige beurswaardering van € 2,28 per aandeel, overeenkomend met ruim 15 maal de getaxeerde winst, nog alleszins ruimte bieden voor een verdere re-rating.

Goldman Sachs hanteert een koersdoel van € 3,70 per aandeel (voorheen: € 3,36) welke is gebaseerd op de combinatie van 10 maal de EBITDA/Enterprise Value per 2013 op stand alone basis (50%) en 13 maal deze maatstaf op basis van een M&A premium model (50%).

**Koninklijke TenCate** (Advanced Textiles & Composites, Geosynthetics & Grass) heeft de in 2010 ingezette opgaande lijn in 2011 gecontinueerd, waardoor omzet en winst opnieuw sterk zijn gestegen tot recordniveau. Omzet en nettowinst kwamen uit op respectievelijk € 1.139 miljoen (+16%) en € 59 miljoen (+28%). De sector Advanced Textiles liet een zeer sterke performance zien, mede door de uitstekende positionering van de portfolio beschermende weefsels (o.a. TenCate Defender M en TenCate Tecasafe Plus) en door groei van met name de omzet in aerospacecomposieten. De omzetgroei ging gepaard met een stijging van de EBITA-marge van deze sector tot 13%. De sector Geosynthetics & Grass realiseerde een omzetstijging van 12%, maar de resultaatontwikkeling viel tegen. TenCate Geosynthetics liet wereldwijd een uitstekende performance zien met innovatieve producten en grootschalige TenCate Geotube-projecten. De resultaten van de Grass-groep stonden daarentegen onder druk, mede als gevolg van de beëindiging van het leveringscontract met het Amerikaanse FieldTurf. Door de economische omstandigheden zal TenCate een aanscherping van de strategie ten aanzien van de kunstgrasactiviteiten doorvoeren. Hierbij zal een versnelling worden aangebracht om een verdere kostenreductie te realiseren en de markt effectiever te kunnen bedienen. Voor de meeste kernactiviteiten was sprake van een succesvol jaar, waarin de wereldwijde groei van 'performance materials' goed tot uitdrukking is gebracht. Dit creëert positieve verwachtingen voor de toekomst. Deze verwachtingen zijn mede gestoeld op de leidende marktthema's veiligheid en bescherming, alsmede infrastructuur en milieu. Deze thema's zorgen voor groei op langere termijn. Groeiversnellende ontwikkelingen voor de eerstkomende jaren betreffen het TenCate ABDS active blast countermeasure system (voertuigbepantsering), automotive composites, 3D-weeftechnologie (kunstgras) en inkjettechnologie (Xennia). De door TenCate gepresenteerde jaarcijfers bleven licht achter bij de taxaties van analisten. Daarentegen was de prognose voor 2012 – een resultaat dat minimaal op het niveau van 2011 zal liggen, onvoorziene omstandigheden voorbehouden – weer beter dan verwacht. In 2012 zullen de verkopen van de Defender M-beschermende weefsels immers belangrijk lager zijn dan in het extreem sterke jaar 2011. Echter, mede gelet op een aantal meerjarige contracten en grotere projecten die zijn gestart of in portefeuille zitten, verwacht TenCate toch in 2012 groei te kunnen realiseren. Derhalve taxeren wij een winst per aandeel voor het lopende jaar van € 2,45 (2011: € 2,31), waaruit een keuzedividend van € 1,00 (2011: € 0,95) betaalbaar wordt gesteld. Tegen de huidige beurskoers van € 24,40 wordt daarmee circa 10 maal de verwachte winst voor de aandelen TenCate betaald en bedraagt het dividendrendement 3,9%.

De opbrengsten van **Nedap** waren over 2011 met € 152,3 miljoen 14% hoger dan over 2010 (€ 133,6 miljoen). Bijna alle marktgroepen droegen bij aan deze autonome groei. De winst na belastingen steeg met 25% van € 8,8 miljoen in 2010 naar € 11,0 miljoen in 2011. De winst per aandeel kwam uit op € 1,64 (2010: € 1,30). Van de winst zal 75% aan

dividend worden uitgekeerd. Het dividend per aandeel komt hierdoor uit op € 1,23 (2010: € 0,98). De (autonome) groei van de opbrengsten werd in 2011 gedeflatteerd door de gefaseerde afbouw van de laagrenderende klassieke toeleveringsactiviteiten door de marktgroep Specials, zoals die in 2009 werd ingezet. Enkele jaren geleden maakten deze toeleveringen, aan onder meer de sectoren telecom en automotive, nog ongeveer 20% van de totale opbrengsten uit. Over 2011 waren deze activiteiten teruggebracht tot 6% en over 2012 zullen ze nagenoeg nihil zijn. De (recurring) opbrengsten uit diensten (abonnementen en onderhoudscontracten) stegen vorig jaar verder naar € 15,4 miljoen (2010: € 12,8 miljoen), overeenkomend met 10,1% van de totale opbrengsten (2010: 9,6%). Het onderbrengen van serieproductie bij dochteronderneming Inventi en het blijven investeren in de ontwikkeling van nieuwe producten, in het verbeteren van de marketingmaterialen en het versterken van de commerciële organisatie – processen die in 2009 werden geïntensiveerd – zijn volop in uitvoering en brengen nog relatief hoge kosten met zich mee. De aanhoudende schaarste aan componenten op de wereldmarkt verstoort de productie- en logistieke processen en zorgde eveneens voor extra kosten. Ook werden in 2011 additionele kosten gemaakt om de nieuwe Nedap branding breed te introduceren. Door de extra kosten werd de doelstelling om een bedrijfswinst van minimaal 10% van de opbrengsten te realiseren nog niet gehaald. De bedrijfswinst kwam uit op 9,1% (2010: 8,0%). Er werd vorig jaar fors geïnvesteerd in productiemiddelen, ontwikkelingsprojecten, voorraden en in aanpassing van de bedrijfshuisvesting. Dit zorgde, samen met de toename van de opbrengsten, voor een verlenging van het balanstotaal, waardoor de solvabiliteit daalde van 39,5% naar 37,3% per ultimo 2011.

Voor 2012 verwacht de directie – onvoorziene omstandigheden voorbehouden – een verdere groei van de opbrengsten die dan nagenoeg volledig uit eigen Nedap-producten zal bestaan. Gezien de onzekere economische omstandigheden is nu nog niet te overzien of deze groei de teruggang van bijna € 10 miljoen aan opbrengsten door het staken van de toeleveringsactiviteiten van de marktgroep Specials volledig zal kunnen opvangen.

Wij taxeren voorsnog voor 2012 een winst per aandeel van € 2,00, een toename van bijna 22% ten opzichte van 2011. De sterke uitgangspositie van de belangrijke marktgroepen Retail, Agri, Security Management en Healthcare in combinatie met het niet of in mindere mate terugkeren van enkele kostencomponenten staat aan de basis van onze prognose. Wij verwachten daarbij wederom een pay out van 75%, omdat Nedap voorlopig niet in staat zal zijn om te voldoen aan de interne solvabiliteitseis van 45% die een hoger uitkeringspercentage toelaat. Derhalve taxeren wij een contant dividend van € 1,50 per aandeel over het lopende boekjaar. Tegen de huidige beurskoers van € 21,80 worden de aandelen Nedap gewaardeerd op 10,9 maal de verwachte winst en bedraagt het verwachte dividendrendement 6,9%. Gezien het sterke autonome groeipotentieel van de onderneming en de solide balansstructuur achten wij dit een bescheiden waardering. Voor een uitgebreide analyse van Nedap verwijzen wij naar de Investment Case van Nedap die wij vorig jaar publiceerden ([www.addvaluefund.nl/investmentcase.php](http://www.addvaluefund.nl/investmentcase.php)).

**Hunter Douglas** (raambekleding en architectonische producten) heeft in het kader van het aandeleninkoopprogramma in de maand februari (t/m 24-2) in totaal 33.302 eigen aandelen ingekocht tegen een gemiddelde koers van € 31,35 per aandeel. Sinds de start van het inkoopprogramma zijn inmiddels 376.650 aandelen ingekocht voor een gemiddelde koers van € 30,02, derhalve een totaalwaarde van € 11,31 miljoen.

Op 14 maart a.s. zal Hunter Douglas de resultaten over 2011 publiceren. Wij hanteren voor 2011 een winst per aandeel van € 2,25 en voorzien voor het lopende jaar een stijging tot € 2,50 per aandeel, gedragen door hogere omzetten en winsten in Azië en Latijns- Amerika, licht herstel in Noord-Amerika en fors lagere investeringen (2011: US\$ 125 miljoen, 2012tax: US\$ 70 miljoen). Tegen de huidige beurskoers van € 33,- wordt 13,2 maal de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald met een verwacht dividendrendement van 3,3%.

Vooruitlopend op de definitieve cijfers die op 15 maart a.s. worden gepubliceerd, meldde **Acomo** (Amsterdam Commodities) dat de activiteiten zich in het vierde kwartaal van 2011 verder positief hebben ontwikkeld en dat ook de resultaten in lijn bleven met de gunstige trend van de eerste drie kwartalen. De groepsomzet zal voor geheel 2011 rond € 570 miljoen uitkomen (2010: € 375 miljoen). Alle activiteiten waren winstgevend. Gebaseerd op niet gecontroleerde cijfers wordt een netto resultaat verwacht van ruim € 26 miljoen (2010: € 15,5 miljoen), een nieuw record voor de groep.

De winst per aandeel komt alsdan uit op circa € 1,13 (2010: € 0,87), hetgeen ongeveer 10% boven onze eerdere winsttaxatie is. Indien Acomo de pay out ratio handhaaft op het niveau van 2010, zal het contante dividend over 2011 uitkomen op € 0,65.

Tegen de huidige beurskoers van € 12,10 worden de aandelen Acomo op circa 10 maal de verwachte winst 2012 van € 1,25 gewaardeerd. Het getaxeerde dividendrendement bedraagt 6,2%.

**Neways Electronics** (industriële toelieferingen) heeft een redelijke tweede helft van 2011 achter de rug. Zoals verwacht zwakte de activiteit in de voor de winstgevendheid belangrijke halfgeleidersector behoorlijk af: de omzet in deze sector daalde van € 49 miljoen in de eerste helft van het jaar naar € 33 miljoen in de tweede helft. Echter, de activiteit in de industriële en vooral de medische sector bleef goed op peil, respectievelijk vertoonde een behoorlijke stijging. Onder andere door enkele succesvolle productintroducties van Philips Healthcare steeg de omzet van de medische sector van € 28 miljoen in de eerste helft van het jaar naar € 37 miljoen in de tweede helft. Over geheel 2011 boekte Neways een recordomzet van € 283,9 miljoen, 12% meer dan in 2010 en enkele miljoenen meer dan in het topjaar 2007. Het resultaat voor bijzondere lasten steeg marginaal van € 5,1 miljoen naar € 5,2 miljoen. De reeds eerder aangekondigde reorganisatie van de vestiging in het Duitse Kassel vergde eenmalig € 1,4 miljoen. De winst per aandeel kwam daarmee uit op € 0,39 (2010: € 0,53) waaruit een keuzedividend van € 0,12 (2010: € 0,16) betaalbaar wordt gesteld. De resultaten stonden in 2011 onder druk vanwege de tijdelijke materiaaltekorten bij toeleveranciers die in het voorjaar bovendien kortstondig verergerden als gevolg van de effecten van de tsunami in Japan. Daarnaast was er de aanzienlijke onderbezetting bij de werkmaatschappij in Kassel die tevens een hoge belastingdruk van ruim 42% veroorzaakte. Het gezamenlijke negatieve effect van deze drie factoren bedraagt naar onze schatting € 3 à 4 miljoen op het niveau van de nettowinst. Voor 2012 betoonde het management zich gematigd optimistisch. Met een markt vraag die zich richting het einde van 2011 weer normaliseerde, kwam de orderportefeuille van Neways per ultimo 2011 uit op € 67,1 miljoen, 7% lager dan per ultimo 2010. De orderportefeuille is in de eerste weken van 2012 toegenomen en qua resultaat is Neways het jaar goed begonnen. Daarmee wordt de uitgangspositie als bemoedigend betiteld.

Daarenboven verkreeg Neways in februari meerdere meerjarige (2012 – 2018) defensie-opdrachten waarvan de waarde kan oplopen tot boven de € 30 miljoen. Voor het Duitse concern ThyssenKrupp gaat Neways de komende jaren besturingselektronica ontwikkelen en produceren voor liften in wolkenkrabbers, met name in China. Die leveringen zouden goed zijn voor een omzet van ruim € 12,5 miljoen per jaar. Het contract heeft voorsnog een looptijd van vijf jaar en wordt daarna in principe met eenzelfde periode verlengd.

Voor 2012 lijkt al met al een nettowinst van circa € 8,5 miljoen haalbaar. De argumentering voor deze prognose is gelegen in het niet terugkeren van de eenmalige negatieve effecten die de winst in 2011 drukten. Voor de werkmaatschappij in Kassel wordt overigens ook in 2012 nog gerekend met een beperkt verlies, maar zal naar onze verwachting het resultaat voor geheel Duitsland break even kunnen zijn. Op basis van onze taxatie komt de winst per aandeel voor 2012 uit op € 0,86, waaruit een dividend van € 0,26 zou kunnen worden betaald. Tegen de huidige beurskoers van € 6,25 geeft dit een bescheiden waardering van ruim 7 maal de winst en een dividendrendement van 4,2%.

**Aalberts Industries** (Industrial Services en Flow Control) rapporteerde solide resultaten over 2011. Bij een met 15% gestegen netto omzet van € 1.937 miljoen werd een met 16% gestegen bedrijfsresultaat van € 208,9 miljoen gerealiseerd. De nettowinst kwam uit op € 145,8 miljoen, een toename van 24% in vergelijking met 2010 toen € 117,3 miljoen werd verdiend. De winst per aandeel bedroeg € 1,36 (2010: € 1,10), vrijwel conform onze winsttaxatie. Bij een traditionele pay out van 25% wordt een keuzedividend van € 0,34 betaalbaar gesteld.

Aalberts Industries verwacht, ondanks een eenmalige belastingmeevaller in 2011 waardoor de effectieve belastingdruk slechts 21,6% bedroeg (normaal circa 23,5 – 24%), een hogere winst per aandeel in 2012 te kunnen realiseren. Als argumenten worden ingebracht:

- De eerste maanden van 2012 waren vergelijkbaar met de eerste twee maanden van 2011 toen het zeer goed ging en duidelijk beter dan de laatste maanden van 2011;

- De kosten zijn verlaagd en het management versterkt bij Flow Control, waardoor de efficiency is toegenomen. Hiervoor zijn in 2011 extra kosten gemaakt van circa € 3 miljoen. Bovendien gaat de marge van het in 2010 verworven Amerikaanse bedrijf Conbraco, geleidelijk omhoog. Deze marge was circa 6% bij overname en dient in 2013 naar het groepsgemiddelde van 9 – 10% te tenderen. In augustus/september was de groothandel (w.o. Wolseley) terughoudend, nu wordt er weer besteld;
- De omzetbijdrage van het in juni 2011 overgenomen Lamers (Industrial Services) was lager dan verwacht doordat nieuwe productielijnen niet op tijd gereed waren. De gerealiseerde marge was wel volgens verwachting. De productiecapaciteit is inmiddels op het gewenste niveau;
- Op basis van gesprekken met cliënten over nieuwe projecten, doorlooptijd van orders, nieuwe producten, etc. is er genoeg vertrouwen om een hogere winstverwachting uit te spreken. Ook gaan de investeringen ten opzichte van 2011 (€ 80 miljoen) verder omhoog;
- Cross selling blijft doorgaan. Key account management – méér doen bij dezelfde cliënt - is erg succesvol. Zo ontwikkelen de twee Aalberts-bedrijven Broen en Conbraco gezamenlijk nieuwe (hogedruk) gasleidingsystemen. Ook willen cliënten van Aalberts dat zij hen volgen in India en China. De orders voor India zijn al binnen, de betreffende fabriek wordt nu gebouwd.
- Aalberts blijft zeer enthousiast over Duitsland (Flow Control) en de Verenigde Staten (Industrial Services/Turbine-industrie). Mogelijke overnames zullen vermoedelijk in deze markten plaatsvinden. Voor 2012 is er sowieso nog een acquisitieve omzetbijdrage van circa € 60 miljoen te verwachten uit overnames die medio en in de tweede helft van 2011 plaatsvonden.

Al met al lijkt een prognose van een winst per aandeel van € 1,50 voor 2012 niet te hoog gegrepen. Een aansprekende overname zou een en ander extra profiel kunnen geven.

De aandelen Aalberts Industries noteren tegen de huidige beurskoers van € 15,25 op slechts 10 maal de getaxeerde winst voor het lopende jaar. In het voorjaar van 2007 werd nog een alltime high koers van € 21,95 genoteerd, zodat de huidige beurskoers allerminst als overdreven hoog kan worden aangemerkt.

#### Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Imtech	11,6%
UNIT4	11,3%
LBi International	10,8%
Brunel International	9,9%
Nedap	8,7%
Koninklijke TenCate	8,7%
Hunter Douglas	8,3%
Amsterdam Commodities	7,2%
TMC Group	5,6%
ASM International	5,3%
Overige 4 ondernemingen	13,4%
Liquiditeiten en overige	-0,5%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

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

Vooruitzichten

Uit de regelmatige contacten die wij met de bestuurders van ondernemingen uit de portefeuille onderhouden, blijkt een licht groeiend vertrouwen in de toekomstige ontwikkelingen. Dit wordt ook weerspiegeld in de doorgaans gunstige commentaren die wij recent van verschillende analisten mogen vernemen.

Bij overigens bescheiden beursomzetten lijken beleggers gaandeweg weer enige interesse voor goed gepositioneerde kwaliteitsondernemingen te kunnen opbrengen. Onze visie voor 2012 blijft vooralsnog identiek aan die zoals weergegeven in ons verslag over januari:

“Uitgaande van zeer gematigde verwachtingen voor 2012 met betrekking tot de economische groei in West-Europa – vermoedelijk per saldo stagnatie – en van circa 2% in de Verenigde Staten, achten wij een gewogen gemiddelde winstgroei van de ondernemingen in onze portefeuille van circa 10% een verdedigbaar scenario. Deze verwachting is gebaseerd op de sterke marktposities die de door ons geselecteerde ondernemingen in hun respectievelijke bedrijfstak innemen. Daarnaast onderscheiden deze ondernemingen zich door de succesvolle toepassing van intern ontwikkelde innovaties die, ook in een recessieve marktomgeving, garant staan voor een bestendinging van het tempo van winstgroei. Tenslotte is er het effect van waarde-toevoegende acquisities. Bij de bepaling van onze winsttaxaties voor 2012 en volgende jaren hebben wij het effect van overnames overigens buiten beschouwing gelaten.

Op basis van onze winsttaxaties voor 2012 doet de portefeuille van het Add Value Fund momenteel een gemiddeld gewogen koers/winst multiple van 11,3. Het hiervan afgeleide gemiddeld gewogen dividendrendement komt thans uit op 3,5%.

In historisch perspectief verdient deze waardering het predikaat “aantrekkelijk”. Het is bijvoorbeeld niet eerder voorgekomen dat het getaxeerde gemiddeld gewogen dividendrendement substantieel hoger ligt dan het rendement op langlopende staatsleningen. De verklaring voor de bescheiden waardering ligt onzes inziens bij de lage verwachtingswaarde die beleggers toekennen aan het daadwerkelijk realiseren van voornoemde rendementen, als gevolg van de grote onzekerheid rond de herfinanciering van Europese en Amerikaanse schuldposities. Daarenboven blijkt de bereidheid en de beschikbare ruimte om met nieuw kapitaal in de aandelenmarkt te beleggen momenteel gering te zijn.

Wij verwachten dat de kwalitatief goed gepositioneerde middelgrote ondernemingen, die dominant aanwezig zijn in onze portefeuille, anders dan in 2011, in het lopende jaar wel degelijk een positief netto totaal beleggingsresultaat zullen realiseren. Een bieding op één of meer ondernemingen uit de portefeuille sluiten wij daarbij allerminst uit.”

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Karel Vogel  
Willem Burgers

Amsterdam, 2 maart 2012