

MAANDBERICHT OVER JANUARI 2012

Inleiding

Het jaar 2012 is goed van start gegaan voor Nederlandse small- en midcaps. De Amsterdam Midcap-Index steeg in januari met 8,7% naar 508,85 en de Amsterdam SmallCap Index klom met 4,0% naar 399,53. Daarmee was de performance beduidend beter dan die van de grotere fondsen; de AEX-Index steeg namelijk met 1,9% naar 318,47. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 8,2% van € 25,00 naar € 27,06.

Per 1 februari 2012 is voor een bedrag van € 39,3 miljoen belegd in 14 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 39,0 miljoen. Er werd een debetpositie van 1,2% aangehouden.

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

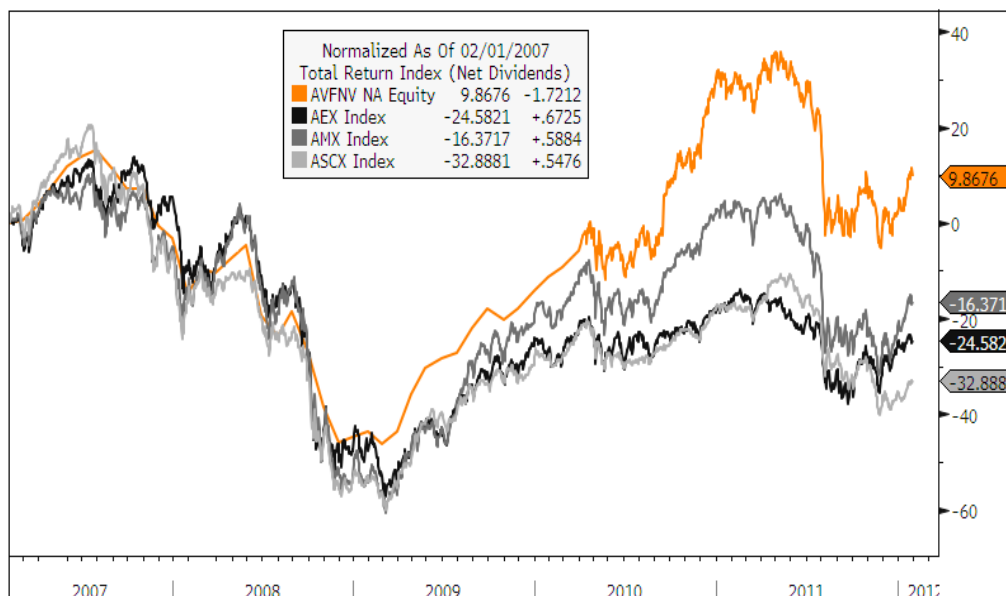
Beurskoers	€ 26,93
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 27,06
Fondsvermogen	€ 38.958.651
Aantal uitstaande aandelen	1.439.487

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	+8,24	+11,44
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+1,92	-24,58
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+8,75	-16,37
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+3,97	-32,88

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/01/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/01/2012)

Peildatum: 31/01/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	LBI International	+14,1	+20,9	+28,6	+16,3
2.	TMC Group	+7,9	-8,4	+11,5	+13,0
3.	Acomo	+1,5	+5,9	+2,2	+ 2,0
4.	Aalberts Industries	-0,8	+5,3	+12,0	+10,4
5.	TKH Group	-2,0	-13,4	-2,2	+3,2
6.	ASM International	-4,5	+26,9	+23,8	+11,1
7.	Koninklijke TenCate	-8,7	-2,2	-4,6	+11,7
8.	Brunel International	-8,7	-7,3	+3,5	+18,6
9.	Imtech	-11,9	+4,9	+10,3	+18,0
10.	Nedap	-13,6	-11,5	+1,0	+3,5
11.	Hunter Douglas	-24,2	-8,2	-11,3	+1,4
12.	UNIT4	-25,5	-22,8	-12,7	-2,3
13.	Neways Electronics	-34,9	-28,9	-8,9	+3,7
14.	Macintosh Retail Group	-49,0	-35,6	-15,4	-3,5

- Drie van de 14 ondernemingen (= 21%) noteren een positieve koersperformance op een 12-maands basis;
- De pure dienstverleners in de portefeuille (LBI, TMC, Brunel) presteren bovengemiddeld. De meer cyclische bedrijven Aalberts, ASMI en TenCate lieten een sterk herstel zien in januari;
- In de verslagmaand realiseerden 12 van de 14 ondernemingen (= 86%) een positieve koersperformance. Opvallend was de achterblijvende performance van UNIT4 (zie ook onder bedrijfsnieuws).

Mutaties in de portefeuille

In januari werd slechts een beperkt aantal mutaties doorgevoerd. Als gevolg van aanhoudende, overigens geringe, redemptions werden de belangen in **Aalberts Industries**, **ASM International**, **Macintosh Retail Group** en **TKH Group** licht gereduceerd. Deze ondernemingen zijn binnen de portefeuille relatief het meest kwetsbaar voor een economische neergang. De structuur van de portefeuille werd hierdoor echter niet noemenswaardig gewijzigd.

Bedrijfsnieuws

Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) kwam met de traditionele nieuwjaarsmededeling. In 2010 rapporteerde de onderneming een toename van de orderportefeuille van 10% naar € 5,2 miljard. Deze positieve tendens hield Imtech, met een toename van de orderportefeuille van 12% tot € 5,8 miljard, ook in 2011 vast. Dit markeert, ondanks uitdagende economische omstandigheden in een aantal landen en markten, de goede positie waarin Imtech verkeert. De toename van de orderportefeuille met € 600 miljoen is verdeeld over autonome groei en groei door acquisities. Imtech zet met haar bijna 28.000 medewerkers (2010: ruim 25.000 medewerkers, een toename van circa 12%) opnieuw een goede performance neer. De orderportefeuilles in de clusters/divisies Duitsland & Oost-Europa (vooral in Polen), UK & Ierland, Nordic (Zweden, Noorwegen en Finland) en ICT ontwikkelen zich goed tot zeer goed. De orderportefeuille van de divisie Traffic & Infra ontwikkelt zich redelijk en als gevolg van uitdagende marktomstandigheden staan de orderportefeuilles in de clusters Benelux (vooral in Nederland), Spanje en Marine wat onder druk. Imtech bevestigt de eerder gegeven vooruitzichten voor een verdere toename van de EBITA in het jaar 2011 door de combinatie van autonome groei en acquisities. Tevens handhaaft Imtech haar lange termijn strategisch plan om in 2015 te komen tot een opbrengstniveau van € 8 miljard met een EBITA-marge tussen 6 en 7%. Met het bereiken van deze lange termijn groeidoelstelling ligt Imtech goed op koers. Per saldo is Imtech prima gepositioneerd voor 2012. Indien Imtech erin slaagt de interne doelstelling in 2015 daadwerkelijk te realiseren, zal de winst per aandeel naar verwachting toenemen tot circa € 3,50, rekening houdend met een aandelenverwatering van 10% voor een mogelijke grote overname. Tegen de huidige beurskoers van € 23,60 is het aandeel Imtech onzes inziens behoorlijk

ondergewaardeerd. Deze onderwaardering is in de tweede helft van 2011 ontstaan toen een of meer hedgefonds het aandeel op grote schaal zijn short gegaan. De aanleiding tot deze grootschalige shortverkoop was gelegen in een verkoopadvies van het global independent research bureau CFRA van 27 oktober jl. In het begeleidende rapport werd getwijfeld aan Imtech's vermogen om de autonome groei intact te houden, terwijl eveneens werd gezinspeeld op een verslechtering van het werkkapitaal als gevolg van sterk verlengde debiteurentermijnen. Als gevolg van de hieruit volgende shortverkoop heeft het aandeel Imtech over het afgelopen kalenderjaar een uiterst teleurstellende performance van -29,5% gerealiseerd die feitelijk in geen enkele realistische verhouding tot de geleverde bedrijfsprestatie stond. Nu duidelijk is dat de inhoud van voornoemd rapport vooralsnog onjuist is, gezien de inhoud van Imtech's nieuwjaarsbericht, blijken de hedgefonds die de aandelen Imtech zijn short gegaan zich in een lastig parket te bevinden. Het aandeel Imtech was met een stijging van 18% een der topperformers in de maand januari. Tegelijkertijd blijkt dat de totale shortpositie in de aandelen Imtech de afgelopen maand verder is gestegen tot ruim 10,4 miljoen stuks, overeenkomend met 11,2% van het aantal uitstaande aandelen. Het gecumuleerde (papieren) verlies voor de hedgefonds in januari kan worden berekend op ruim € 37 miljoen. De eerste handelsdagen van februari is de beurskoers van Imtech met nog eens 2,5% gestegen naar € 24,20. Het risico van een zogenaamde short squeeze in aandelen Imtech is niet geheel ondenkbaar indien de bedreigde hedgefonds, omdat zij steeds meer onderpand op hun shortgegeven aandelen moeten aanhouden, worden gedwongen hun posities in te dekken en aandelen in de markt terug te kopen.

Bedrijfssoftware-ontwikkelaar **UNIT4** rapporteerde voorlopige cijfers over het boekjaar 2011. De eerder afgegeven prognose van een EBITDA-resultaat van € 90 – 95 miljoen werd niet gehaald en teruggebracht naar € 85 – 87 miljoen. De terugval in het vierde kwartaal werd veroorzaakt door een hoger dan verwachte verkoop van SaaS-subscription based verkopen. Het gevolg van deze stijging is dat UNIT4 de traditionele vooruitbetaling van de licentie-omzet volgens het traditionele systeem misloopt, hetgeen op korte termijn een drukkend effect op de EBITDA heeft. De verschuiving naar het SaaS-abonnementsmodel impliceert een vergroting van de wederkerende omzet en een stabielere en hogere winst van UNIT4. De SaaS-subscription omzet bleef zeer sterk toenemen met een groeitempo van 35% op jaarbasis. De omzet vanuit het traditionele kanaal liet overigens een bescheiden autonome groei zien. De omzet in het vierde kwartaal van 2011 kwam uit op circa € 127 miljoen, een stijging van ongeveer 3% in vergelijking met de vergelijkbare omzet in het vierde kwartaal van 2010 (€ 123,4 miljoen). De sterkste performance werd gerealiseerd in de Verenigde Staten, Azië, Zweden, de Benelux en Noorwegen. De gang van zaken in Spanje was wederom teleurstellend, inmiddels zijn maatregelen genomen om tot een herstel van de winstgevendheid te komen. De performance van FinancialForce.com, de joint venture met Salesforce.com, waarin UNIT4 een meerderheid houdt, blijft zich spectaculair ontwikkelen. De groei van de maandelijkse omzet run rate (december 2011 versus december 2010) bedroeg 350%. Naar verwachting zal de deelneming in FinancialForce.com vanaf 2013 een bijdrage aan de nettowinst van UNIT4 gaan leveren. De EBITDA in het vierde kwartaal van 2011 bedroeg circa € 28,0 miljoen (2010Q4: € 30,6 miljoen), overeenkomend met een EBITDA-marge van bijna 22%. Overigens is de orderingang per maand zeer wisselend: in de maand december bleek een (niet nader gespecificeerde) recordomzet te zijn geboekt, waartegenover de maanden oktober en november relatief lagere omzetcijfers lieten zien. Al met al zijn wij van mening dat de investeringscase van UNIT4 recht overeind staat. De gerapporteerde daling in de EBITDA van 8,5% op kwartaalbasis is louter het gevolg van de versnelde overgang van het traditionele licentiemodel naar het SaaS- abonnementsmodel, waarvan de inkomsten meer gespreid in de tijd aan UNIT4 mogen worden toegekend.

Niettemin was de koersperformance van het aandeel UNIT4 in de verslagmaand teleurstellend met per saldo een koersdaling van 2,3%. Wij gaan ervan uit dat UNIT4 in 2012 erin zal slagen een hoger resultaat te realiseren en taxeren een winst per aandeel van ten minste € 1,80 (2011tax: € 1,65). Tegen de huidige beurskoers van € 19,- wordt daarmee een multiple van 10,5 betaald voor de aandelen UNIT4, hetgeen een (te) bescheiden waardering is in vergelijking met internationale peers als Oracle, SAP en Sage.

Digitale agency **LBi International** was met een koersstijging van bijna 29% het best presterende aandeel in de portefeuille van het Add Value Fund in de laatste drie maanden. In januari werd LBi door Goldman Sachs op de

conviction buy list geplaatst met als koersdoel € 2,80 en een overnamekoersdoel van € 3,10. Op 3 februari jl. verhoogde Goldman Sachs het koersdoel naar € 3,36.

Deze verhoging was mede het gevolg van het persbericht van LBi dat het recent het contract voor de global media strategy, search and affiliate marketing van Etihad Airways heeft verworven. Etihad Airways, de nationale vliegmaatschappij van de Verenigde Arabische Emiraten, is de snelst groeiende airline ter wereld.

LBi slaagt er steeds beter in de zogenaamde digitale global contract wins binnen te halen in concurrentie met grotere spelers als Publicis en WPP. De beurskoers van het aandeel LBi International noteert thans € 2,22, ofwel 12,3 maal de getaxeerde winst per aandeel 2012 van € 0,18.

Vanaf januari 2012 hebben Autocheck Systems en Aturis een overeenkomst afgesloten met **Nedap** voor de verkoop, installatie en serviceverlening van de Nedap Librix bibliotheeksystemen. Nedap heeft besloten zich te concentreren op haar kernactiviteiten, waaronder de ontwikkeling en productie van de bibliotheekoplossingen. De installatie- en servicewerkzaamheden zullen in 2012 geleidelijk door Nedap worden overgedragen. Vanuit het perspectief van Nedap hebben deze strategische samenwerkingsverbanden tot doel om aan de snel stijgende vraag naar innovatieve oplossingen in de bibliotheek te kunnen blijven voldoen. Bibliotheeksystemen vertegenwoordigen circa 4% van de groepsomzet van Nedap, ongeveer € 5 miljoen op een totaal van € 140 miljoen.

Op woensdag 8 februari a.s. zal Nedap de jaarcijfers over 2011 bekendmaken. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,60 tegen € 1,30 in 2010. Tegen de huidige beurskoers van € 20,70 worden de aandelen Nedap daarmee tegen 12,9 maal de winst verhandeld. Uitgaande van een pay out van 70% zal een contant dividend van € 1,12 worden voorgesteld, hetgeen bij de huidige beurskoers een dividendrendement van 5,4% impliceert.

Hunter Douglas (raambekleding, architectonische producten) heeft in het kader van het aandeleninkoopprogramma in de maand januari in totaal 39.855 eigen aandelen ingekocht tegen een gemiddelde koers van € 28,80. Sinds de start van het inkoopprogramma zijn inmiddels 343.348 aandelen ingekocht voor een gemiddelde koers van € 29,89 per aandeel, derhalve een totaalwaarde van € 10,26 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 € 30,- wordt 12 maal de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald met een verwacht dividendrendement van ruim 4%.

Macintosh Retail Group (MRG) is voornemens de werkmaatschappijen Scapino Nederland BV en Hoogenbosch Retail Group BV samen te voegen tot Macintosh Fashion NL. Een en ander zou gepaard kunnen gaan met een reorganisatie van de beide schoenenketens nu de verkopen onder druk staan in verband met de felle concurrentie van Zalando en het voor de verkopen tot voor kort ongunstige weer. MRG rapporteert de cijfers over 2011 op donderdag 1 maart a.s. Wij gaan uit van ongeveer een halvering van het netto resultaat van 2010, toen werd € 1,62 per aandeel verdiend, exclusief buitengewone baten/lasten. Onder aan de streep wordt naar verwachting een netto resultaat van € 110 miljoen gepresenteerd, mede door een buitengewone bate van circa € 90 miljoen uit hoofde van de verkoop van BelCompany aan Vodafone. Voor het lopende jaar achten wij, uitgaande van normale (weers)omstandigheden, een winst per aandeel van circa € 1,25 haalbaar. De aandelen MRG noteren thans € 10,-, waarmee de waardering 8 maal de getaxeerde winst bedraagt. Deze lage waardering komt mede voort uit de onzekerheden die samenhangen met het verdienmodel van MRG dat onder vuur ligt door de sterke opkomst van pure webshops als Zalando, alsmede door de aanhoudende druk op de consumentenbestedingen als gevolg van overheidsbezuinigingen en de licht oplopende werkloosheid.

Short posities

De afgelopen maand hebben de shortposities in de aandelen uit de portefeuille van het Add Value Fund zich als volgt ontwikkeld.

	Naam Fonds	Gemiddelde dagomzet	Shortpositie 30-12-11	Shortpositie 31-1-12	Shortpositie in % dagomzet	Shortpositie in % issued shares
1.	Imtech	503.052	9.250.000	10.409.000	2.069%	11,2%
2.	UNIT4	58.851	442.000	258.000	438%	0,9%
3.	LBi International	121.419	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
4.	Brunel International	49.876	92.000	282.000	565%	1,2%
5.	Nedap	3.120	0	2.000	64%	0,0%
6.	Koninklijke TenCate	94.429	172.000	92.251	98%	0,4%
7.	Hunter Douglas	6.076	27.400	28.402	467%	0,1%
8.	Acomo	19.506	89.500	48.048	246%	0,2%
9.	ASMI	337.001	6.230.000	6.219.000	1.845%	11,5%
10.	Aalberts Industries	381.455	2.520.000	2.276.000	597%	2,1%
11.	TKH Group	57.723	124.000	60.825	105%	0,2%
12.	Macintosh	16.861	1.868	1.756	10%	0,0%

Bron: Data Explorers, Het Financieele Dagblad

Opvallend is de verdere stijging van de shortpositie in **Imtech** tot meer dan 11% van de uitstaande aandelen. Voorts valt ook de stijging bij **Brunel International** op. Beide ondernemingen boekten in januari overigens een bovengemiddelde koerswinst (zie pagina 2). De shortposities in **UNIT4** en **TenCate** liepen beide terug.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	11,8%
UNIT4	10,3%
LBi International	10,3%
Brunel International	9,7%
Nedap	9,4%
Koninklijke TenCate	9,1%
Hunter Douglas	8,3%
Amsterdam Commodities	6,8%
TMC Group	5,6%
ASM International	5,2%
Overige 4 ondernemingen	14,7%
Liquiditeiten en overige	-1,2%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

In de eerste handelsdagen van februari is de waarde van de portefeuille verder gestegen. 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 december: "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 bestendiging van het tempo van winstgroei. Tenslotte is er het effect van waarde- en winsttoevoegende 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/winstverhouding van 10,5. Het hiervan afgeleide gemiddeld gewogen dividendrendement komt thans uit op 3,9%.

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 risicobereidheid 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, 7 februari 2012