

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2013

Inleiding

Het jaar 2013 werd in december in stijl afgesloten met per saldo hogere beurskoersen. De AEX-index steeg 1,3% naar 401,79, de Amsterdam Midkap-index klom 1,6% naar 629,11, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 3,8% toevoegde op 517,55.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg 1,3% van € 32,70 naar € 33,12. Over het gehele jaar 2013 bedraagt het totale netto beleggingsresultaat +8,9%.

Het fondsvermogen per 2 januari 2014 bedraagt € 61,4 miljoen, waarvan een bedrag van € 60,0 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquide positie en overige maakt hierdoor 2,3% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 januari 2014 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 33,28
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 33,12
Fondsvermogen	€ 61.422.385
Aantal uitstaande aandelen	1.854.766

De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van dividenden (vanaf 1 februari 2007) en is alleen bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	+8,89	+42,08
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+2,37
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+12,34
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	-5,94

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/12/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/12/2013)

Peildatum: 31/12/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	UNIT4	+69,0	+54,1	+32,5	+0,5
2.	Kendrion	+49,1	+19,3	+7,0	+4,4
3.	Aalberts Industries	+47,6	+35,0	+17,7	+3,3
4.	Arcadis	+43,2	+24,1	+21,2	+2,1
5.	BE Semiconductor Ind.	+41,9	+3,6	-7,9	+1,1
6.	Neways Electronics Int.	+31,0	+69,8	+44,2	+12,9
7.	TKH Group	+30,3	+28,6	+14,7	+0,9
8.	Brunel International	+21,6	+37,6	+11,9	-1,9
9.	Acomo	+19,1	+14,6	+4,7	+2,6
10.	Koninklijke TenCate	+15,2	+27,0	+9,8	-2,9
11.	Koninklijke Brill	+13,5	+8,1	+0,7	+3,5
12.	Boskalis Westminster	+13,0	+37,1	+17,3	+4,6
13.	Hunter Douglas	+11,6	+6,6	+4,3	+1,2
14.	Nedap	+2,4	-1,2	+1,7	+2,3
15.	ASM International	-11,8	-7,6	-6,8	-3,8
16.	Royal Imtech	-69,2	-5,1	+6,4	+4,3

- In december realiseerden 13 van de 16 deelnemingen (= 81%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 14 van de 16 ondernemingen (= 88%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand was **Neways Electronics International** de sterkste stijger in de portefeuille. Deze opmerkelijke waardevermeerdering anticipeert op een voortzetting van de *turn around* in resultaten in 2014;
- **Royal Imtech** is de enige deelneming die op jaarbasis een aanzienlijke negatieve totaalopbrengst heeft gerealiseerd. Op termijn voorzien wij voor Royal Imtech echter een significant koerspotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In december hebben wij de posities in **Aalberts Industries**, **Hunter Douglas** en **Koninklijke Brill** verder uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

In vervolg op de geïnitieerde bieding van Private equity investeerder Advent International Corporation op **UNIT4** (toonaangevende software- en cloudapplicaties voor overheden en internationale organisaties) van € 38,75 per aandeel in contanten die op 18 november jl. werd aangekondigd, is op 20 december jl. het officiële biedingsbericht beschikbaar gekomen. Tevens werd per deze datum bevestigd dat het Bestuur van UNIT4 de beursexit ondersteunt, waarbij een gezamenlijk belang van de Raad van Bestuur, groot 6,55%, zal worden aangemeld onder de voorwaarden van de bieding. De strategische rationale van de overname werd uitgebreid toegelicht in het biedingsbericht:

'In verband met de ontwikkelingen in de markt voor bedrijfssoftware, heroverweegt UNIT4 haar alternatieven op regelmatige basis. UNIT4 gelooft dat de markt voor bedrijfssoftware op een kritiek punt is aanbeland, waarbij investeringen nodig zijn om mee te gaan met de technologische ontwikkelingen, om kansen te benutten en haar concurrentiepositie te behouden. Een lange termijn benadering in private sfeer zal ervoor zorgen dat UNIT4 het bedrijfsmodel kan ontwikkelen en de nodige investeringen kan doen. De Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen handelden volgens hun fiduciaire verplichtingen door zorgvuldig alle mogelijke alternatieven voor UNIT4 te bekijken. Na een competitief proces bood Advent de hoogste prijs en de beste niet-financiële convenanten. Advent heeft veel ervaring met lange termijn investeringen in technologiebedrijven. Advent beoogt UNIT4 te steunen in haar groei, en UNIT4 te maken tot een wereldwijde leider in SaaS-bedrijfstoeepassingen. Om dit doel te bereiken is Advent met de Raad van Bestuur gekomen tot een gezamenlijk strategisch plan. Dit plan richt zich er voornamelijk op (I) inkomsten te genereren uit SaaS en abonnementsgelden in plaats van licentie-inkomsten, (II) de bedrijfsvoering van

de UNIT4 Groep uitbreiden naar andere geografische gebieden buiten Nederland, (III) de aanwezigheid van de UNIT4 Groep in verschillende verticale markten verdiepen, (IV) het bouwen van toepassingen van hoge kwaliteit, (V) investeren in zichtbaarheid en merkherkenning, (VI) het nastreven van groei in de markt voor bedrijfssoftware door operationele excellentie en (VII) het nastreven van gerichte overnames. Advent ziet FinancialForce.com ook als een belangrijke groeifactor, en wil hier zeker investeringen in doen. Ook wil Advent investeringen doen op andere vlakken, om de ontwikkeling van het bedrijfsmodel van UNIT4 te bespoedigen.'

Het bod waardeert UNIT4 op een waarde van € 1,172 miljard en op een historische EBITDA 2012 van 14,2 maal de biedkoers. Advent zal het bod financieren door gebruik te maken van een combinatie van € 605 miljoen aan vreemd vermogen, waarbij het restant van de financiering (die ongeveer € 770 miljoen bedraagt) samengesteld is uit eigen vermogen en aandeelhoudersleningen (gezamenlijk de Aandeelhoudersfinanciering), welke een waarde vertegenwoordigen die voor meer dan 50% bijdraagt aan de *Enterprise Value* van UNIT4. De schuldfinanciering en de Aandeelhoudersfinanciering zullen gezamenlijk de aankoop van de aandelen UNIT4 onder het bod, de herfinanciering van de bestaande schuldfinanciering in de UNIT4 Groep en het voldoen van vergoedingen en kosten financieren.

Anders dan gebruikelijk zal Advent de bieding gestand doen wanneer tenminste 85% van de aandeelhouders hun stukken aanmelden onder de voorwaarden van de bieding (normaal is dit 95%). Daarnaast heeft het UNIT4-bestuur bedongen dat Advent de bieding bij een acceptatie van minder dan 75% door de aandeelhouders alleen mag doorzetten met toestemming van het UNIT4-bestuur.

De Buitengewone Vergadering van Aandeelhouders, waarop de bieding zal worden besproken, zal worden gehouden op woensdag 19 februari a.s. Hieraan voorafgaand zullen op vrijdag 14 februari a.s. de jaarcijfers 2013 van UNIT4 worden gepubliceerd. De aanmeldingstermijn van de bieding is gestart op 23 december jl. en eindigt op 28 februari a.s. Vooralsnog beraden wij ons op ons definitieve standpunt – aanbieden of aanhouden – en handhaven wij onze positie in UNIT4 als grootste deelneming in de portefeuille. Ofschoon de waardering in historisch perspectief volwaardig lijkt, is op een termijn van drie tot vijf jaar naar onze mening sprake van een bescheiden waardering, zeker in het licht van een toekomstige significante winstbijdrage van SaaS-deelneming FinancialForce.com die naar verwachting vanaf 2015 voor een beduidende versnelling van de winstgroei gaat zorgdragen.

Royal Imtech (technische dienstverlening in Europa en daarbuiten) rapporteerde een trading update kort voor sluiting van het jaar 2013. In lijn met de tendens van de derde kwartaalcijfers toonden ook de maanden oktober en november een stabiele orderingang die een goede basis vormt voor een herstel in de komende periode. Behalve in Duitsland ontwikkelen de marges zich grotendeels naar tevredenheid, gesteund door de eerder doorgevoerde versterking van het management alsmede de positieve invloed van de inmiddels grotendeels afgeronde personele reorganisaties. Zoals gemeld bij de publicatie van de derde kwartaalcijfers begin november zal margeherstel in Duitsland een langere tijd vergen; in oktober en november was op dit punt nog geen verbetering zichtbaar ten opzichte van de eerste negen maanden van het jaar. Niettemin is de wederopbouw van de Duitse organisatie in volle gang. Het (nieuwe) management heeft een uitgebreid herstelplan onder de naam '*Neue Imtech*' gelanceerd. Dit programma legt de prioriteit bij margeherstel boven omzetgroei en legt met name de nadruk op een verhoogde efficiency op de gebieden personeelsbezetting, projectcontrole en inkoop. Daarnaast voorziet het programma in een versnelling van de afronding van eerder aan het licht gekomen lopende zaken als te lang uitstaande debiteurensaldi en discussies over onderhanden werk. Doelstelling is te komen tot een bij voorkeur inkomensneutrale oplossing van deze dossiers, die mogelijk nog kunnen leiden tot het nemen van aanvullende voorzieningen. Op 18 maart 2014, bij gelegenheid van de presentatie van de jaarcijfers 2013, zal nader worden ingegaan op de voortgang van het '*Neue Imtech*' programma.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2014 op € 0,10. Voor 2015 gaan wij vooralsnog uit van € 0,25 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 2,20 wordt thans 8,8 maal de getaxeerde winst 2015 voor de aandelen Royal Imtech betaald. Wanneer het management erin slaagt de *turn around* in de loop van 2014 succesvol af te ronden, dan belooft Royal Imtech een van de meest kansrijke beleggingen van 2014/15 in ons universum te worden.

Wij waren aanwezig op de analistentag van **TKH Group** (technische oplossingen voor telecom, bouw en industrie) alwaar het management dieper inging op de groepsstrategie voor de komende 3 tot 5 jaar.

Uitgangspunt is de groepsomzet van 2012 van € 1,1 miljard. Binnen de TKH Group worden vier kerntechnologieën onderscheiden, te weten Vision & Security, Communication, Connectivity en Production Systems. Deze kerntechnologieën worden gecombineerd met software- en systeemintegratie binnen de drie business segmenten Telecom Solutions (14% groepsomzet), Building Solutions (41% groepsomzet) en Industrial Solutions (45% groepsomzet). In de nieuwe strategie worden vanuit de vier kerntechnologieën specifieke oplossingen samengesteld voor een zevental verticale niche markten met het hoogste groeipotentieel uit de drie business segmenten. De volgende opstelling is in dit kader relevant:

Verticale groeimarkt	Omzet 2012 (€ mln)	Groei-scenario (€ mln)
1. Fibre optic network	80	120 – 150
2. Care solutions	30	70 – 100
3. Infra & Tunnel solutions	30	50 – 75
4. Parking solutions	20	50 – 75
5. Marine, Oil & Gas	20	50 – 75
6. Industrial Machine Vision	95	130 – 150
7. Tyre Building Industry	175	300 – 350
Totaal	450	770 – 975

Deze groeimarkten van TKH worden verondersteld een gemiddelde jaarlijkse groei van tenminste 15% te kunnen realiseren. Daarbij wordt grotendeels, voor tenminste 80%, uitgegaan van autonome groei. Gerichte acquisities kunnen het groeipad versnellen. In dit kader kan de overname van Park Assist, een innovatief vision-technologiebedrijf dat zich richt op technologie-oplossingen op het gebied van parkeerbeheer, worden geplaatst. De overname van dit Amerikaanse bedrijf vond plaats in juli 2013 en voegde daarmee direct € 15 miljoen omzet op jaarbasis bij aan de omzet van de vertical Parking solutions.

De vertical Tyre Building Industry bekleedt een prominente positie in TKH's groeistrategie met een participatiegraad van ongeveer 40%. Feitelijk staat de positionering van deze activiteit – het leveren van een unieke oplossing aan een beperkt aantal grote afnemers op de wereldmarkt – model voor het traject dat TKH wil afleggen op de overige zes geselecteerde nichemarkten. Op groepsniveau voorziet het management daarbij een additionele kapitaalsbehoefte van circa € 60 – 100 miljoen voor de komende 3 – 5 jaar, hoofdzakelijk in de vorm van een toename van werkkapitaal. Het verwachte positieve effect op de EBITA-marge en Return on Sales (ROS) laat zich in de bovenvermelde scenario's becijferen op respectievelijk (1) € 300 miljoen extra omzet met een veronderstelde marge van 12% levert een ROS-bijdrage van 0,8% en een EBITA-toename van € 36 miljoen (2) € 500 miljoen extra omzet met een veronderstelde marge van 15% levert een ROS-bijdrage van 2,1% en een EBITA-toename van € 75 miljoen.

Op deze manier wordt een versnelling van de groei van ROS en ROCE bereikt bij een aanzienlijke omzet- en winstgroei. Door zich nadrukkelijk te profileren op een geselecteerd aantal nichemarkten kan TKH zich onderscheiden van wereldspelers als Schneider, ABB en Siemens, waarvan wordt beweerd dat deze de nichemarkten van TKH niet op de radar hebben. Naar eigen zeggen heeft TKH een kennisvoorsprong van zo'n drie jaar op de concurrentie die veelal slechts (minder efficiënte) deeloplossingen kunnen leveren. Voorwaarde om de nieuwe strategie succesvol te kunnen uitrollen is het bereiken van een strakkere vorm van *key account management*. Daartoe zal het aantal nieuwe sales medewerkers met 10 à 20 moeten toenemen. De voor TKH werkelijk relevante *key accounts* zijn relatief klein qua aantal, maar hebben elk een groot afnemerspotentieel.

Naast de geïndiceerde € 450 miljoen 'groeigerelateerde' omzet is er derhalve nog circa € 650 miljoen resterende groepsomzet. Deze moet volgens het management meegroeien met de gemiddelde economische groei en een marktconform rendement genereren.

Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel op respectievelijk € 1,45 voor 2013 en € 1,85 voor 2014. De aandelen TKH Group noteren tegen de huidige beurskoers van € 25,90 circa 14 maal de verwachte winst 2014 en doen 3,6% dividendrendement uitgaande van een 50% pay out.

Industrieel toeleverancier **Neways Electronics International** maakte bekend dat overeenstemming is bereikt met de Ondernemingsraad over een sociaal plan voor de circa 120 medewerkers van Neways Electronics Production GmbH (NEK) in Kassel (Duitsland). De overeenstemming volgt op het in november bekendgemaakte voornemen om de productie-activiteiten op deze locatie in Duitsland niet meer te hervatten. In september werden door een brand bij NEK alle productie-activiteiten stilgelegd, waarop deze werden ondergebracht bij andere Neways werkmaatschappijen. Verder maakte Neways bekend dat met de verzekeraar op hoofdlijnen overeenstemming is bereikt over de schadevergoeding inzake de brand. De kosten van het sociaal plan en het akkoord over de schade-uitkering inzake de brand staan los van elkaar. De bedrijfsverzekeraar dekt de ontstane schade als gevolg van alle door de brand verloren gegane voorraden, inventaris en alle schade als gevolg van de onderbreking van de normale bedrijfsprocessen. De bovengenoemde ontwikkelingen en het daarmee definitief stopzetten van de productie-activiteiten bij NEK bevestigen de eerder uitgesproken verwachting dat er per saldo geen sprake zal zijn van een negatief effect op het resultaat van Neways. Ondanks het stopzetten van de productie-activiteiten in Kassel, blijft Neways Duitsland als een belangrijke groeimarkt zien. Neways is in Duitsland vertegenwoordigd door de werkmaatschappij Neways Neunkirchen en beschikt daarnaast over een Duitse verkooporganisatie. De Nederlandse werkmaatschappijen hebben het aandeel van Duitse klanten in hun orders en omzetten jaar-op-jaar zien stijgen. Neways heroriënteert zich momenteel hoe het beste kan worden ingespeeld op de groeipotentie die de Duitse markt biedt.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2013 op € 0,25 (voor reorganisatielasten) en die van 2014 van op € 0,50 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 6,29 noteren de aandelen Neways Electronics International daarmee ruim 12 maal de verwachte winst 2014.

Maritiem aannemer **Koninklijke Boskalis Westminster** maakte bekend dat dochteronderneming Dockwise een contract heeft verworven van Bechtel voor Module Transport Diensten ten behoeve van het Wheatstone LNG-project in Western Australia. Het contract met een waarde van circa \$ 275 miljoen (€ 200 miljoen) is daarmee het grootste contract ooit voor Dockwise. De werkzaamheden zullen begin 2014 aanvangen. Het werk omvat het logistiek management en vervoer van meer dan 100 modules vanuit China en Maleisië, waar de modules worden vervaardigd, naar de Wheatstone Projectlocatie in Ashburton North, 12 kilometer ten westen van Onslow in Western Australia. Om het werk uit te voeren zal Boskalis haar volledige gamma van zwaar maritiem transportmaterieel inzetten. Boskalis verwacht in totaal zes Dockwise Heavy Marine Transport Vessels (HTV's) te zullen inzetten, variërend in omvang van T-Class tot Type IV-schepen met een open achtersteven, bakken, Floating Super Pallets (FSP's), twee nieuwe SMIT Giant pontons en Anchor Handling Tugs (AHT's). De HTV's zullen opslagruimte aan dek bieden voor de modules alsmede piggybackcapaciteit voor bakken/FSP's die ook modules vervoeren, terwijl de combinatie SMIT Giant ponton/AHT als sleepoplossing wordt ingezet. Door het relatieve voordeel van verschillende transportoplossingen samen te voegen en door gebruik te maken van de brede ervaring binnen de Groep is er een totaalpakket voor logistiek management en vervoer samengesteld.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2013 op € 2,65 en op € 2,95 voor 2014. De aandelen Boskalis noteren tegen een beurskoers van € 38,40 daarmee circa 13 maal de verwachte winst 2014.

Koninklijke Brill, de internationale wetenschappelijke uitgever, meldde de overname van de uitgeefactiviteiten van Hes & De Graaf Publishers te Houten per 1 januari 2014. De overname betreft internationaal hoog aangeschreven Engelstalige boekenreeksen onder meer op het gebied van boekgeschiedenis en de geschiedenis van de cartografie. In totaal wordt een boekenfonds van ruim 600 titels overgenomen, met een groei van 10 tot 15 nieuwe titels per jaar. De omzet bedraagt circa € 0,5 miljoen op jaarbasis. Met de acquisitie voegt Brill circa 1,5% toe aan de groepsomzet. Tevens werd door deze overname het uit de omzet wegvallen van het begin 2012 verkochte natuurwetenschappelijke fonds, volledig gecompenseerd. Eerder werden in dit kader al de overnames van de Foreign Law Guide (Berkeley, Californië), KITLV Press (Leiden, vooral Azië studies), Apollo (Denemarken, Biologie) en Forsten (Groningen, Indologie) gemeld. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,60 voor 2013 (2012: € 1,24) en van € 1,85 voor 2014. Op basis van onze 2014 taxatie worden de aandelen Brill tegen de huidige beurskoers van € 22,- verhandeld op een multiple van 11,9 en een verwacht dividendrendement van circa 5%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 januari 2014 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	15,9%
Hunter Douglas	10,7%
Nedap	9,8%
ASM International	9,8%
Brunel International	8,3%
Acomo	8,1%
Royal Imtech	7,0%
Koninklijke TenCate	6,5%
Aalberts Industries	6,2%
TKH Group	3,4%
Liquiditeiten en overige deelnemingen	14,3%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het nieuwe beursjaar is met per saldo stabiele beurskoersen van start gegaan. Wij menen dat de onderliggende tendens van de markt voorlopig onveranderd opwaarts is gericht en voorzien een gunstige waarde-ontwikkeling van de portefeuille in de eerste maanden van 2014.

Daarvoor pleit een in vergelijking met voorgaande jaren sterkere winstgroei van de ondernemingen in combinatie met (nog altijd) historisch lage rentetarieven.

Wij blijven selectief bij de uitbreiding van de portefeuille, omdat de fundamentele onevenwichtigheden in de internationale economie allerminst zijn verdwenen. Voor dit jaar houden wij derhalve per saldo rekening met een meer volatiel koersverloop dan in het lopende jaar.

Ten aanzien van de perspectieven van onze portefeuille zijn wij optimistisch gestemd, omdat in 2014 onzes inziens een behoorlijk (circa +20%) winstherstel aanstaande lijkt, nadat 2013 qua winstgevendheid enigszins teleurstellend is verlopen.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2014 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winst-verhouding van circa 14 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,0 %.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 3 januari 2014

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen