

MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2013

Inleiding

Na een sterke start in januari verloren aandelenmarkten in februari overwegend terrein. De AEX-index verloor 3,6% op 340,53, de Amsterdam Midkap-index leverde 1,6% in op 541,43, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 1,3% won op 440,81.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde 9,5% van € 33,26 naar € 30,09 onder invloed van een koershalvering van deelneming Royal Imtech, welke volgde op financiële onregelmatigheden in de regio Duitsland-Oost Europa.

Per 1 maart 2013 is voor een bedrag van € 40,8 miljoen belegd in 11 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 43,1 miljoen, zodat er een liquide positie en overige bestaat van 5,1% van de portefeuillewaarde.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 maart 2013 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 30,24
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 30,09
Fondsvermogen	€ 43.068.270
Aantal uitstaande aandelen	1.431.404

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	2013*	Cumulatief.
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	-3,40	+26,76
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	-0,34	-15,94
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+1,38	-7,26
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+7,21	-22,99

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 28/02/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/02/2013)

Peildatum: 28/02/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Nedap	+43,8	+15,9	+12,2	+ 1,0
2.	Brunel International	+27,6	+10,3	+8,7	-3,0
3.	Acomo	+25,5	+24,9	+10,6	+4,0
4.	UNIT4	+19,3	+28,7	+20,5	+2,9
5.	TKH Group	+14,4	+23,4	+17,9	-0,3
6.	Aalberts Industries	+11,6	+24,5	+16,6	+2,4
7.	ASM International	+8,2	+8,7	+13,0	+3,7
8.	Hunter Douglas	-7,0	+6,5	+6,5	-6,1
9.	Koninklijke TenCate	-24,3	-3,0	+2,5	-7,5
10.	Neways Electronics Int.	-33,3	-19,2	-5,1	-13,1
11.	Royal Imtech	-65,9	-58,3	-50,2	-55,9

- In februari realiseerden 5 van de 11 deelnemingen (= 45%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 7 van de 11 ondernemingen (= 64%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand werd de beurswaarde van **Royal Imtech** meer dan gehalveerd nadat de onderneming onverwacht met grote problemen in Duitsland en Polen werd geconfronteerd (zie hierna: Bedrijfsnieuws). De beurskoersen van **Koninklijke TenCate** en **Neways Electronics International** stonden eveneens onder druk na tegenvallende cijfers over 2012;
- **Nedap**, **Aalberts Industries** en **Acomo** rapporteerden jaarcijfers die conform de verwachtingen bleken te liggen in combinatie met vertrouwenwekkende vooruitzichten. De onderliggende beurskoersen wonnen hierop terrein;
- Vier ondernemingen noteren op jaarbasis een negatieve koersperformance. Wij hebben de belangen in Koninklijke TenCate en Neways Electronics International momenteel *under review* gezet. Ten aanzien van Royal Imtech zien wij op termijn een zeer interessant herstelpotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In februari hebben wij de positie in **Royal Imtech** met eenderde uitgebreid. Wij menen dat het beleggingsperspectief op middellange termijn een aanzienlijk hogere beurswaarde rechtvaardigt dan de huidige aandelenkoers aangeeft.

Bedrijfsnieuws

UNIT4 (ontwikkeling en verkoop van bedrijfssoftware) rapporteerde jaarcijfers die, gecorrigeerd voor eenmalige posten, licht onder de marktconsensus lagen. Daarentegen kwam het bedrijf met ambitieuze doelstellingen voor 2015 naar buiten die door analisten met instemming werden begroet. Terwijl de inkomsten uit Software-as-a-Service (SaaS) en abonnementen een sterke opwaartse trend laten zien, groeiden de productinkomsten ook in het gehele jaar. In het vierde kwartaal lagen de inkomsten uit licenties evenwel 15% lager dan in de overeenkomstige (zeer sterke) periode een jaar eerder. Deze ontwikkeling had mede te maken met het feit dat UNIT4 in Q4 2012 de focus op de verkoop van cloud-oplossingen verder heeft geïntensiveerd. Dit resulteerde in een groei van de jaarlijkse *run rate* van SaaS en abonnementen van € 43,5 miljoen aan het eind van 2011 tot € 57,0 miljoen aan het eind van 2012, een stijging van circa 31%.

Over geheel 2012 steeg de omzet met 5,4% van € 445,7 miljoen naar € 469,8 miljoen. De EBITDA, inclusief SaaS-applicatie dochter FinancialForce.com en buitengewone posten, steeg met 3,2% van € 83,5 miljoen naar € 86,2 miljoen. De *run rate* van de cloudomzet van FF.com steeg met een imposante 90% tot \$ 17 miljoen. De groeps-EBITDA werd het afgelopen jaar nog gedrukt door aanloopverliezen van FF.com ter grootte van € 9,1 miljoen. De onderliggende winst per aandeel steeg met 22,9% van € 1,53 naar € 1,88. Het voorgestelde dividend werd verhoogd van € 0,40 naar € 0,45

per aandeel (+12,5%), waarmee het management het vertrouwen in de krachtige financiële positie van UNIT4 onderstreepte. De voornoemde doelstellingen voor de *run rate* per ultimo 2015 luiden als volgt:

- Verhoging van de EBITDA-marge inclusief FF.com met tenminste 250 basispunten;
- Verhoging van de efficiency van de R&D-inspanningen;
- Een onveranderd sterke groei van SaaS- en abonnementsinkomsten, met behoud van een stabiele licentieomzet;
- Een wederkerend (recurring) omzetaandeel van circa 60% (nu: 52%);
- Een eencijferige procentuele autonome omzetgroei, terwijl inclusief acquisities een dubbelcijferige groei moet worden behaald;
- Omzet FF.com moet tenminste stijgen naar \$ 70 miljoen, ofwel een samengestelde jaarlijkse groei van 60% over de periode 2012-2015.

Wij beoordelen de perspectieven voor UNIT4 als onveranderd gunstig. Zodra de aanloopverliezen van FF.com verleden tijd zijn, hetgeen uiterlijk 2015 het geval zal zijn, staat het verdienmodel van UNIT4 garant voor een versnelde groei van de winst per aandeel. Tegen deze achtergrond achten wij de huidige beurswaardering van ruim 13 maal de winst 2012 zeer bescheiden.

De opbrengsten van **Nedap** (leverancier van intelligente technologische oplossingen) waren over 2012 met € 171,9 miljoen 13% hoger dan over 2011 (€ 152,3 miljoen). Gecorrigeerd voor de geplande afbouw van de traditionele toeleveringsactiviteiten bedroeg de groei van de opbrengsten zelfs 20%. Bijna alle marktgroepen lukte het om – tegen de economische ontwikkelingen in – weer een stevige autonome opbrengstengroei te realiseren. De winst na belastingen steeg met 23% naar € 13,5 miljoen (2011: € 11,0 miljoen). Deze winst werd overigens voor een bedrag van circa € 3,0 miljoen gedrukt door een noodzakelijk geachte vervangingsactie van alle voorheen geïnstalleerde PowerRouters (marktgroep Energy Systems). In uitzonderlijke situaties is gebleken dat een storing in de PowerRouters kan optreden die zou kunnen leiden tot kortsluiting, oververhitting of rookontwikkeling. Naar verwachting zal de verzekering overigens ruim de helft van de kosten van de vervangingsactie dragen.

Per aandeel kwam de winst uit op € 2,01 tegenover € 1,64 over 2011. Er wordt traditioneel 75% van de winst contant uitgekeerd, waardoor het dividend uitkomt op € 1,51 per aandeel (2011: € 1,23).

Het management is onverminderd positief ten aanzien van de toekomstige omzet- en winstperspectieven. De Nedap-brede portfolio van kennis en ervaring biedt de marktgroepen een solide fundament, waarop zij hun marktspecifieke propositie kunnen bouwen. De kruisbestuiving tussen de marktgroepen leidt daarnaast tot een sterke versnelling in het vertalen van technologische- en marktmogelijkheden naar concrete commerciële resultaten, hetgeen een essentieel onderdeel van Nedap's concurrentiekracht vormt. Door hoge investeringen in vernieuwing en commercie is het onderscheidend vermogen van Nedap's proposities in de afgelopen jaren verder toegenomen en heeft de onderneming haar posities in de verschillende markten versterkt. Ondanks de voortdurende onzekere economische omstandigheden verwacht het management ook voor 2013 – onder voorbehoud van onvoorziene omstandigheden – een verdere stijging van de opbrengsten. Wij hanteren een getaxeerde winst per aandeel van € 2,35 voor 2013, een stijging van 17% ten opzichte van het afgelopen jaar. Het dividend zou alsdan, uitgaande van een gelijke pay out van 75%, uitkomen op € 1,76 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 31,- worden de aandelen Nedap daarmee op 13 maal de verwachte winst verhandeld bij een verwacht dividendrendement van 5,7%.

Op 1 maart publiceerde detachingsbedrijf **Brunel International** de jaarcijfers 2012 welke een onverwachte en substantiële tegenvaller uit hoofde van boekhoudkundige onregelmatigheden in de Verenigde Staten bevatten. Als gevolg hiervan bleken gedurende het jaar de omzet voor een bedrag van € 16,8 miljoen en de EBIT voor een bedrag van € 9,7 miljoen (waarvan € 3,5 miljoen betrekking had op 2011) te hoog te zijn ingeboekt. In het vierde kwartaal zijn deze *overstatements* gecorrigeerd, waardoor de gepubliceerde cijfers aanzienlijk achterbleven bij de marktconsensus.

Over het vierde kwartaal 2012 bedroeg de omzettoename 7% tot € 312 miljoen, waarbij de brutomarge terugviel van 19% naar 16%. De brutowinst daalde met 9% van € 55,1 miljoen naar € 50,2 miljoen, terwijl de EBIT, onder invloed van de voornoemde correcties, met 56% terugviel van € 20,1 miljoen tot € 8,7 miljoen.

Over geheel 2012 rapporteerde Brunel een omzetgroei van 26% van € 979,9 miljoen naar € 1.230,6 miljoen, een 14% hogere brutowinst van € 220,0 miljoen (2011: € 193,6 miljoen) en een EBIT van € 67,9 miljoen (2011: € 64,4 miljoen), een stijging van 5%. Het voorgestelde dividend per aandeel werd met € 0,10 verhoogd tot € 1,00, waarmee de pay out uitkwam op 59,1% (2011: 49,2%).

Het management is gematigd optimistisch voor het lopende jaar. Ondanks het gegeven dat de activiteiten in offshore projecten belangrijk lager zullen liggen dan in het recordjaar 2012, wordt voor de Energy-divisie toch een licht hogere (*single digit*) groei voorzien, omdat de traditionele Energy-activiteiten voor voldoende compensatie zorgdragen. Voor Nederland voorziet Brunel per saldo een stabiele omzet, terwijl in groeiemarkt Duitsland een *high single digit* toename van de opbrengsten wordt verwacht. Een en ander zou moeten resulteren in een genormaliseerd resultaat over geheel 2013 van naar onze schatting € 2,30 per aandeel, waaruit een contant dividend van € 1,25 zou kunnen worden uitgekeerd (pay out: 54,3%).

De beurskoers van Brunel International kelderde op vrijdag 1 maart *intraday* met 25% als reactie op de onverwachte boekhoudfraude en lagere winstverwachting. Nadien volgde een technisch koersherstel, maar per saldo noteert het aandeel op niveaus rond € 32,00 toch ruim 15% onder de beurskoers vóór publicatie van de onheilstijding. Ontegenzeggelijk is de reputatie van (het management van) Brunel door deze uitglijder beschadigd. Wij menen echter dat, in tegenstelling tot de situatie bij Royal Imtech, het toekomstige winstpotentieel van de onderneming intact is. Tegen de huidige beurskoers wordt thans 13,9 maal de verwachte winst 2013 voor aandelen Brunel International betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 3,9%.

Royal Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) kwam op woensdag 27 februari met een aanvulling op het persbericht van maandag 4 februari (zie maandbericht over januari) waaruit bleek dat de problemen in Polen en Duitsland ernstiger waren dan aanvankelijk verondersteld. Tevens werd bekendgemaakt dat het management voornemens is het eigen vermogen te versterken door middel van een claimemissie van € 500 miljoen.

De feiten

In het persbericht van 4 februari jl. had Royal Imtech aangegeven dat bij projecten in Polen mogelijk onregelmatigheden zouden hebben plaatsgevonden en dat een afwaardering van tenminste € 100 miljoen werd verwacht. Om die reden was een forensisch onderzoek gestart en werd het management van Imtech Polen uit hun functie ontheven. Het forensisch onderzoek is in volle gang en zal nog zeker enkele weken in beslag nemen. De voorlopige bevindingen leiden tot de conclusie dat de afwaardering in Polen circa € 150 miljoen (voor belastingen) bedraagt. Deze afboeking heeft betrekking op het project Adventure World, alsmede op andere Poolse projecten.

Eerder werd bekend dat de CEO en CFO van Imtech Duitsland waren teruggetreden vanwege de situatie in Polen. Het nieuw benoemde management is geconfronteerd met waarderingsproblemen op projecten en debiteuren in Duitsland. Een evaluatie hiervan leidt tot de voorlopige conclusie dat in Duitsland een afwaardering van circa € 150 miljoen (voor belastingen) noodzakelijk is. Deze afwaardering heeft betrekking op een afboeking op de post oude debiteuren, een lagere inschatting van de post onderhanden werk en op ten onrechte naar de toekomst doorgeschoven verliezen. In samenhang hiermee zal de structurele winstgevendheid van de Duitse en Oost-Europese activiteiten naar verwachting op een EBITA-niveau van 4 – 6% uitkomen in lijn met het groepsgemiddelde. In het verleden werd voor Duitsland en Oost-Europa een hogere margedoelstelling van 8 – 9% gehanteerd.

Imtech is voornemens het eigen vermogen te versterken door middel van een claimemissie ter grootte van € 500 miljoen. Deze emissie wordt geleid door ING en Rabobank als Joint Global Coordinators en Joint Bookrunners en gegarandeerd door middel van een *volume underwriting commitment*, hetgeen er op neer zal komen dat de uitgiftekoers van de nieuwe aandelen een substantiële discount ten opzichte van de beurskoers zal doen. Het risico van het slagen van de claimemissie wordt derhalve feitelijk bij bestaande aandeelhouders gelegd. Grootaandeelhouder ING AM Insurance Companies steunt deze voorgenomen emissie naar rato van haar aandelenbelang van 5,19%.

Opbrengsten van de emissie zullen geheel worden gebruikt voor schuldreductie en leiden tot het versterken van de balans. De emissie dient nog wel te worden goedgekeurd door aandeelhouders. Imtech zal t.z.t. een prospectus publiceren in verband met de claimemissie. Het voornemen bestaat deze vóór de zomer af te ronden. Imtech streeft in de nieuwe verhoudingen naar een gemiddelde nettoschuld / EBITDA ratio van 1,5 – 2,0. Verder dient er voldoende ruimte te zijn om de seizoensgebonden werkkapitaalbehoefte te financieren en een buffer aan te houden voor onvoorziene omstandigheden. Met deze uitgangspunten en schuldreductie wordt Imtech's financieringsstructuur robuuster en conservatiever.

Met ING en Rabobank is tevens een brugfaciliteit van € 500 miljoen overeengekomen. Hiervan is € 300 miljoen direct beschikbaar en komt een verdere € 200 miljoen beschikbaar na het bereiken van overeenstemming met de belangrijkste kredietverstrekkers. Met deze groep vinden thans gesprekken plaats 'in een constructieve sfeer'. Mede gelet de schuldreductie na de claimemissie verwacht Imtech deze gesprekken positief te kunnen afronden.

Gezien de noodzakelijke balansversterking worden de voor 2015 geformuleerde omzet- en margedoelstellingen losgelaten. Voor de jaren 2013 en 2014 zal in alle geledingen van de onderneming de prioriteit liggen op het aanscherpen van de operationele uitvoering van de bedrijfsprocessen met speciale focus op projectmanagement, werkkapitaalmanagement en cashgeneratie. Daarnaast zal ook organische groei een belangrijke factor zijn. In deze twee jaren worden geen acquisities voorzien. Vanaf 2015 zal Imtech weer acquireren. De nog steeds gefragmenteerde groeiemarkten waarin Imtech actief is, bieden – naast organische groei – aantrekkelijke groeimogelijkheden door acquisities. Het decentrale besturingsmodel zal ook in de toekomst de basis vormen van Imtech's organisatie. Dit model bevordert lokaal ondernemerschap en een optimale binding met klanten en andere stakeholders en daarmee de groei van de onderneming. De recente ontwikkelingen in Polen en Duitsland hebben geleid tot de conclusie dat versterking van de kwaliteit en effectiviteit van de *business controls* noodzakelijk is. Dat wil zeggen: aangescherpte autorisatie- en bevoegdheidenschema's, strakkere sturing en controle op grotere projecten en het versterken van de financiële functie en rapportage. De rol van de Raad van Bestuur zal sterker operationeel worden en de Raad van Bestuur zal daartoe worden uitgebreid. Inmiddels is na CFO Boudewijn Gerner ook CEO René van der Bruggen afgetreden.

Bestuursvoorzitter en CEO Gerard van de Aast wordt terzijde gestaan door de nieuwe CFO Hans Turkesteen, voormalig CFO en lid van de Raad van Bestuur van Stork Technical Services.

Over het boekjaar 2012 zal naar verwachting geen dividend worden uitgekeerd. Het is het voornemen van de nieuwe Raad van Bestuur om 'zo spoedig mogelijk daarna' de dividendbetalingen weer te hervatten.

Voor het vaststellen van de jaarrekening 2012 is Imtech afhankelijk van het afronden van het forensisch onderzoek in Polen en Duitsland. Het streven is de jaarrekening vóór eind april 2013 af te ronden. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders vindt dan circa zes tot acht weken nadien plaats, d.i. naar verwachting in de tweede helft van juni.

Onze visie

De problemen van Royal Imtech in Duitsland en Polen blijken veel groter te zijn dan bij publicatie van het persbericht van 4 februari kon worden vermoed. De bevindingen in Duitsland, een markt waar Imtech al jarenlang met voorsprong marktleider is, zijn nauwelijks voorstelbaar in het licht van de statements van de 'oude' Raad van Bestuur en de goedkeurende verklaringen van de jaarrekeningen van de zijde van de controlerend accountant. Het door de nieuwe Raad van Bestuur voorgestane herstelprogramma is onzes inziens onvermijdelijk om de onderneming weer in veilige haven, lees: goed winstgevend bij gezonde balansverhoudingen, te brengen. Wij betwijfelen echter of een sterk verwaterende claimemissie hiertoe de geëigende weg is. Wij hebben een voorkeur om de Imtech-portfoliо te toetsen en te onderzoeken of verkoop van een of meer niet-kernactiviteiten eveneens zou kunnen voorzien in de gewenste kapitaalsversterking. Hierbij kan worden gedacht aan de Marine-divisie en/of aan de (kleinere) Traffic-divisie. Daarnaast zou plaatsing van een hybride lening de verwatering van de winst per aandeel eveneens beperken. Deze alternatieven zullen wij t.z.t. presenteren aan de nieuwe Raad van Bestuur, opdat het herstellpotentieel van de beurswaarde van Royal Imtech niet onnodig teniet wordt gedaan.

Indien de thans voorgestane claimemissie onverhoopt toch doorgang zou vinden, lijkt een verwatering van circa 100% van zittende aandeelhouders een vaststaand feit. In deze variant rolt een winst per aandeel van circa € 1,00 voor 2013 uit de bus, uitgaande van conservatieve aannames. Tegen de achtergrond van wat wij als een *worst case scenario* beschouwen, wordt momenteel slechts 8,5 maal de verwachte winst voor de aandelen Royal Imtech betaald. Omdat wij

de *break up value* van de onderneming op tenminste € 15,00 per aandeel taxeren, achten wij een fors koersherstel op termijn alleszins aannemelijk. Acties van de zijde van *private equity* investeerders om deze waarde te ontsluiten of interesse van strategische kopers, zijn zeker niet uit te sluiten. Met circa 23.000 klanten is Imtech, ondanks de ontstane situatie, nog steeds Europees marktleider op het gebied van elektrotechniek en werktuigbouw in combinatie met ICT. De onderneming is actief in interessante groeimarkten, circa 30% van de groepsopbrengsten is afkomstig van 'groene technologie'. Daarnaast is het orderboek van € 6,4 miljard robuust en is circa 55% van de groepsopbrengsten wederkerend in de vorm van langetermijn onderhouds- en beheercontracten. Tegen deze achtergrond hebben wij besloten om de positie in Royal Imtech in februari met eenderde te vergroten.

Acomo (handelshuis in specerijen en voedingsingrediënten) meldde een sterk vierde kwartaal achter de rug te hebben. Er was sprake van dynamische handel met positieve resultaten. Op basis van de trading resultaten in het vierde kwartaal 2012 bevestigde het management dat het jaar 2012 opnieuw een uitstekend jaar is geweest voor de groep. De groepsomzet zal rond € 590 miljoen uitkomen tegen € 571 miljoen in 2011, een toename van 3,3%. Alle activiteiten waren winstgevend. Gebaseerd op niet gecontroleerde cijfers verwacht de onderneming dat het netto resultaat het record van 2011 van € 26,2 miljoen zal overtreffen. De definitieve cijfers en het dividendvoorstel zullen op 14 maart a.s. worden bekendgemaakt. Wij taxeren een winst per aandeel 2012 van € 1,18 (2011: € 1,13), waaruit een dividend van € 0,68 (2011: € 0,65) betaalbaar kan worden gesteld. Voor 2013 gaan wij uit van een lichte verdere stijging van de resultaten, waarbij een winst per aandeel van € 1,25 haalbaar moet zijn. Daarbij is nadrukkelijk de invloed van eventuele acquisities niet inbegrepen. Tegen de huidige beurskoers van € 15,53 wordt ruim 12 maal de verwachte winst voor aandelen Acomo betaald en komt het dividendrendement op een solide 4,7%.

In 2012 boekte **Aalberts Industries** (Industrial Services en Flow Control) een recordomzet van meer dan € 2 miljard, een stijging van 5% ten opzichte van 2011 (€ 1,94 miljard). Het bedrijfsresultaat (EBITA) groeide eveneens met 5% naar € 219,1 miljoen met een EBITA-marge van 10,8%. Het netto resultaat kwam uit op € 152,1 miljoen, een toename van 4% (2011: € 145,8 miljoen). Hierdoor steeg de winst per aandeel met 3% van € 1,36 naar € 1,40. In 2012 is een groot aantal nieuwe projecten van start gegaan; de investeringen stegen daardoor met 23% naar € 103,6 miljoen (2011: € 84,3 miljoen). De balansverhoudingen konden wederom worden verbeterd, waarbij de solvabiliteit zelfs boven 50% uitkwam (50,1% versus 44,4% ultimo 2011).

De goede voortgang was het resultaat van een aanhoudende focus op versterking van de marketing- en verkoopaanpak, de sterke verbetering van het product- en technologieportfolio en de verdere uitbouw van de positie in bepaalde marktsegmenten. Tegelijk werd de snelheid van innovatie en productontwikkeling én van de implementatie van projecten ter verhoging van de productie-efficiency opgevoerd. Ook werd de onderlinge samenwerking tussen groepsmaatschappijen verder verbeterd.

Bij *Industrial Services* steeg de netto omzet met 3% tot € 595 miljoen en bleef de goede winstgevendheid gehandhaafd met een bedrijfsresultaat (EBITA) van € 79,6 miljoen en een EBITA-marge van 13,4%. Deze resultaten werden behaald dankzij een sterke toename van de product- en technologieontwikkeling inclusief veel bijbehorende engineering werkzaamheden voor nieuwe projecten. Ook biedt *Industrial Services* bij diverse grote klanten met toenemend succes een combinatie van technologieën aan op basis van *key account management*.

Ondanks uitdagende marktomstandigheden steeg de netto omzet van *Flow Control* met 5% naar € 1.430 miljoen. Het bedrijfsresultaat (EBITA) nam met 8% toe tot € 139,5 miljoen en de EBITA-marge kwam uit op 9,8%. Deze voortgang werd gemaakt dankzij de toenemende marketing- en verkoopfocus op snelgroeiende productlijnen en intensivering van de verkoop van complete gespecificeerde systemen. Ook heeft *Flow Control* de posities in de marktsegmenten industrie, districtenergie en in het bijzonder olie & gas verder uitgebouwd. *Aalberts Industries* is goed toegerust voor verdere winstgevendende groei. Er lopen vele strategische, marketing- en verkoopinitiatieven en er wordt veel aandacht gegeven aan technologie- en productontwikkeling en continue verbetering van de productie-efficiency en operationele marge. Tevens zal in 2013 wederom worden geïnvesteerd in efficiëntere productie, verkoopkracht, engineeringcapaciteit en aanvullende acquisities die bijdragen aan versterking van de marktposities. Tegen deze achtergrond gaat *Aalberts Industries* ervan uit dat 2013 zich voor de onderneming wederom tot een goed jaar zal ontwikkelen met verdere winstgevendende groei.

Wij taxeren een winst per aandeel 2013 van € 1,55, hetgeen een stijging van 10,7% ten opzichte van 2012 impliceert. Bij deze taxatie gaan wij uit van een winstbijdrage van een of meerdere acquisities in de loop van dit jaar. Tegen de huidige beurskoers van € 17,50 wordt 11,3 maal de verwachte winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald. Het dividendrendement bedraagt, op basis van een uitkering van € 0,35 over 2012, 2,0%.

Neways Electronics International heeft, vanwege de aanhoudende volatiliteit in de *Electronic Manufacturing Services* (EMS-) markt en de daarmee voortdurende onbalans in de capaciteitsbezetting binnen de groep, 2012 afgesloten met een licht verlies van € 0,4 miljoen op een met 3,4% gedaalde groepsomzet van € 274,3 miljoen (2011: € 283,9 miljoen). Het bedrijfsresultaat nam met bijna 73% af van € 8,8 miljoen naar € 2,4 miljoen. De solvabiliteit bleef met 45,4% ruim boven de minimale doelstelling van 35%. Het voorgestelde dividend werd verlaagd van € 0,12 naar € 0,012 per aandeel (-90%). De orderportefeuille per ultimo 2012 bedroeg € 62,5 miljoen, een daling van 7% ten opzichte van een jaar eerder, hetgeen duidt op een wat trage start van 2013.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2013 voorsnog op € 0,25. Wanneer Neways erin slaagt de structureel verlieslatende Duitse activiteiten in Kassel goed winstgevend te krijgen, lijkt het beleggingsperspectief te kunnen verbeteren.

Wij beraden ons momenteel op de toekomst van onze deelneming in Neways, die thans 2,8% van de portefeuilleomvang uitmaakt.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 maart 2013 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	13,3%
Nedap	13,1%
Brunel International	12,4%
Hunter Douglas	11,2%
Royal Imtech	9,9%
Acomo	8,9%
Aalberts Industries	7,9%
Koninklijke TenCate	6,4%
ASM International	5,7%
TKH Group	3,3%
Neways Electronics International	2,8%
Liquiditeiten en overige	5,1%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

In februari en begin maart werden wij geconfronteerd met twee zware tegenvallers in de portefeuille. De hiermee gepaard gaande substantiële koersdalingen van Royal Imtech en Brunel International hebben de performance van het Add Value Fund tijdelijk op achterstand gezet. Wij hebben vertrouwen in het herstelplan zoals het nieuwe management van Royal Imtech dat op hoofdlijnen heeft gepresenteerd. Op termijn verwachten wij een behoorlijk koersherstel van deze in de kern ijzersterke onderneming.

In het geval van Brunel International zal herstel van het geschonden vertrouwen eveneens enige tijd in beslag gaan nemen. Omdat Brunel echter niet gedwongen is tot een zeer ingrijpende reorganisatie, schatten wij de kans hoog in dat het aandeel in de tweede helft van dit jaar het verloren gegane terrein weer zal weten te heroveren.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Overigens blijven wij van mening dat de kwaliteit van de ondernemingen in de portefeuille als uitstekend kan worden gekwalificeerd. Wij blijven derhalve optimistisch om over 2013 wederom een aansprekend beleggingsresultaat te kunnen behalen.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het lopende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen koers/winstverhouding van circa 12 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 8 maart 2013