

MAANDBERICHT OVER MAART 2013

Inleiding

De maand maart toonde een verdeeld marktbeeld. De AEX-index won 2,2% op 348,10, de Amsterdam Midcap-index leverde 2,7% in op 526,88, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 0,8% steeg naar 442,08.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde 1,3% van € 30,09 naar € 29,70. Over het eerste kwartaal van 2013 daalde de intrinsieke waarde met 4,7% van € 31,15 naar € 29,70.

Per 2 april 2013 is voor een bedrag van € 39,4 miljoen belegd in 11 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 42,3 miljoen, zodat er een liquide positie en overige bestaat van 6,9% van de portefeuillewaarde.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 april 2013 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 29,55
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 29,70
Fondsvermogen	€ 42.343.458
Aantal uitstaande aandelen	1.425.732

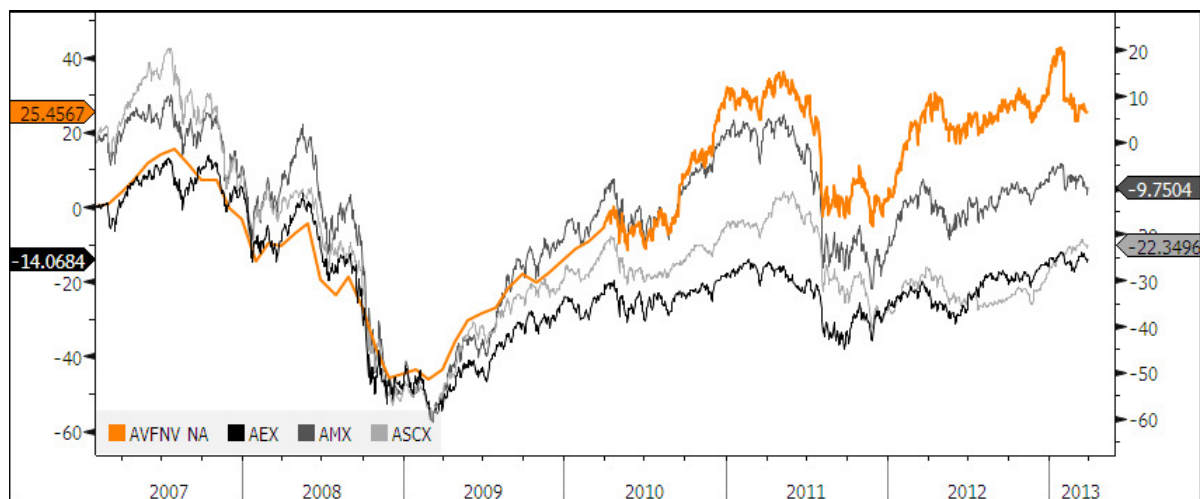
De rendementsvergelijking (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van netto dividenden (vanaf 1 februari 2007):

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	Cumulatief.
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	-4,66	+25,20
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+1,88	-14,07
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	-1,34	-9,75
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+8,10	-22,35

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 28/03/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/03/2013)

Peildatum: 28/03/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Nedap	+43,1	+19,0	+9,2	+2,2
2.	Acomo	+28,2	+17,1	+13,7	+3,6
3.	UNIT4	+16,6	+20,9	+11,7	-0,1
4.	Aalberts Industries	+12,5	+24,9	+11,1	+2,9
5.	Brunel International	-0,4	-3,2	-10,1	-14,0
6.	TKH Group	-0,8	+24,3	+3,6	+0,8
7.	Hunter Douglas	-4,5	+5,8	+5,3	+0,2
8.	ASM International	-10,2	-1,0	-4,6	-14,9
9.	Neways Electronics	-29,0	-25,1	-10,5	+0,3
10.	Koninklijke TenCate	-29,7	+2,2	-7,9	-0,9
11.	Royal Imtech	-63,2	-57,0	-49,2	+3,0

- In maart realiseerden 7 van de 11 deelnemingen (= 64%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 4 van de 11 ondernemingen (= 36%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand ondergingen de beurskoersen van **ASM International** en **Brunel International** een *derating*. Bij Brunel International kwamen boekhoudkundige onregelmatigheden aan het licht in de vestiging in Houston die een eenmalig neerwaarts effect op de jaarcijfers 2012 sorteerden. De beurskoers van ASMI daalde scherp na publicatie van het langverwachte rapport over het wegwerken van de onderwaardering van de beurskoers van ASMI in relatie tot de hogere beurswaardering van deelneming ASM PT. De door het bestuur gekozen oplossing werd niet door beleggers gewaardeerd (zie hierna onder Bedrijfsnieuws);
- De beurskoersen van **Acomo**, **Aalberts Industries** en **Nedap** registreerden een verdere stijging na de rapportage van jaarcijfers die conform de verwachtingen bleken te liggen in combinatie met vertrouwenwekkende vooruitzichten;
- Drie ondernemingen noteren op jaarbasis een aanzienlijke negatieve koersperformance. Wij hebben de belangen in **Koninklijke TenCate** en **Neways Electronics International** momenteel *under review* gezet. Ten aanzien van **Royal Imtech** zien wij echter op middellange termijn een zeer interessant koerspotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In maart hebben wij de positie in **Royal Imtech** die in februari met eenderde was uitgebreid, weer teruggebracht naar de oorspronkelijke omvang van 375.000 aandelen. Met de verkoop van 125.000 aandelen werd een positief transactieresultaat van ruim 15% gerealiseerd. Hiermee werd het (potentiële) boekverlies op de positie Royal Imtech enigszins gereduceerd. Wij blijven van mening dat het beleggingsperspectief op middellange termijn een aanzienlijk hogere beurswaarde rechtvaardigt dan de huidige beurskoers aangeeft.

Het belang in **Hunter Douglas** werd licht uitgebreid nu het herstel in de Amerikaanse huizenmarkt, waar HD als marktleider in de productie en levering van raambekleding zeer van profiteert, lijkt door te zetten.

Bedrijfsnieuws

Wij analyseerden het jaarverslag 2012 van **Nedap**, fabrikant van intelligente technologische oplossingen in het kader van maatschappelijk relevante thema's, waaronder voldoende voedsel, schoon drinkwater, duurzame energie, veiligheid en gezondheidszorg. In de drie voorgaande jaren, de periode 2009 – 2011, heeft zich bij Nedap een omvangrijke transitie voltrokken. De klassieke toeleveringsactiviteiten zijn afgebouwd, de seriematige vervaardiging van eigen producten is anders georganiseerd en er is veel geïnvesteerd in product vernieuwing en commerciële slagkracht. Deze transitie heeft aan de basis gestaan van een stevige autonome groei van omzet en resultaat, ondanks moeilijke economische omstandigheden. In 2012 bedroeg de autonome groei van de opbrengsten, gecorrigeerd voor de

geplande afbouw van de toeleveringsactiviteiten, een indrukwekkende 20%. De winst na belastingen steeg met € 2,5 miljoen naar € 13,5 miljoen (+23%), welke overigens nog werd gedrukt door een eenmalige last van bruto € 3 miljoen, benodigd voor een vervangingsinvestering van de PowerRouters, het door Nedap ontwikkelde zelfvoorzienende energiesysteem. De in het jaarverslag geschetste vooruitzichten voor de afzonderlijke marktgroepen zijn zonder uitzondering als zeer lucratief te kenschetsen:

- Security Management (circa 25% van de groepsopbrengsten) heeft de afgelopen tien jaar een werelddekkend partnernetwerk opgebouwd, waarmee het door Nedap ontwikkelde AEOS security management platform internationaal wordt uitgerold. Gecombineerd met Nedap's technologische voorsprong zorgt dit netwerk voor een groot onderscheidend vermogen ten opzichte van de concurrentie. Deze ontwikkelingen worden geïllustreerd met de recente ondertekening (zie ons Maandbericht januari) van een wereldwijde overeenkomst met Unilever voor het beveiligen van 20.000 deuren bij wereldwijd 800 lokaties;
- De marktgroep Retail (circa 20% van de groepsopbrengsten) wil de komende jaren opschuiven van een leverancier van antiwinkeldiefstalsystemen naar een partner voor Store Technology. Daartoe is de afgelopen jaren veel geïnvesteerd in het verbreden van de product portfolio. Nedap Retail heeft aangetoond wereldwijd projecten succesvol te kunnen uitvoeren en wordt gezien als een steeds belangrijker partner voor winkeltechnologie;
- Livestock Management – voorheen Agri – (circa 20% van de groepsopbrengsten) heeft met nieuwe producten en een krachtige marketing zowel in de melkveehouderij als in de varkenshouderij een prima opbrengstengroei weten te realiseren. Vooral buiten Europa neemt de interesse in Nedap's varkensvoerstations sterk toe. De vorig jaar gemelde omzetgroei in Noord-Amerika (+22% naar € 19 miljoen) en Overige landen (+49% naar € 13,6 miljoen) is hiervan mede het tastbare gevolg.

Ook voor de kleinere marktgroepen (AVI – Automatic Vehicle Identification –, Energy Systems, Light Controls, Healthcare en Library Solutions) voorziet de Nedap-directie de komende jaren een voortzetting van de groei. Het management onderkent echter dat met dit gezonde perspectief voor ogen de interne organisatie moet worden aangepast aan de hogere vereisten. Nedap's ambitie om leidende posities in veel grotere wereldmarkten in te vullen, vergt een extra inspanning op het gebied van de interne ontwikkeling van de medewerkers. Daartoe is vorig jaar gestart met het 'Road to Excellence' programma. Het centrale doel van dit programma is Nedap voor te bereiden op groei door het vergroten van de schaalbaarheid van de organisatie. Het programma heeft een looptijd van vijf jaar, waarin stap voor stap de verschillende aspecten van de organisatie worden aangepakt en verbeterd. Nedap verwacht overigens dat de hiermee gepaard gaande externe kosten relatief beperkt zullen blijven.

Tegen deze achtergrond voelen wij ons comfortabel met een omzet- en winsttoename van gemiddeld 10 – 20% in de komende jaren. Onze winsttaxatie voor 2013 bedraagt tenminste € 2,35 per aandeel (2012: € 2,01), waarmee de aandelen Nedap tegen de huidige beurskoers van € 32,00 thans op ruim 13 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. De traditionele 75%-pay out geeft een aantrekkelijk dividendrendement van 5,6%.

Hunter Douglas, wereldmarktleider in raambekleding (o.a. Luxaflex) en een vooraanstaand fabrikant van gevelbekleding en plafondsysteem, rapporteerde de jaarcijfers over 2012. De omzet daalde met 1,7% van US\$ 2,57 miljard naar US\$ 2,53 miljard, waarbij een stevige volumegroei in Noord-Amerika werd tenietgedaan door lagere omzetten in Europa, terwijl de sterke US dollar voor een negatief vertaaleffect zorgde. De EBITDA steeg met 10,6% van US\$ 229,9 miljoen naar US\$ 254,3 miljoen, waaraan met name hogere resultaten in Noord-Amerika en Latijns Amerika (in het bijzonder Brazilië en Chili) debet waren. In Europa presteerden vooral Scandinavië en Duitsland relatief goed, maar was in de Benelux en Zuid-Europa sprake van uiterst zwakke marktomstandigheden. Hunter Douglas ging voort op de ingeslagen weg om forse herstructureringen door te voeren als de vraag-/aanbod-verhoudingen daarom vragen. Op deze wijze wordt het risico van onderbezettingsverliezen en inefficiëncies geminimaliseerd. Hiertoe werd in 2012 een bedrag van US\$ 44,4 miljoen (2011: US\$ 31,4 miljoen) opzij gezet, waarvan US\$ 37,1 miljoen, ofwel bijna 84%, in het vierde kwartaal. Deze reorganisaties hadden voor circa 90% betrekking op consolidaties en stroomlijningen in Europa en Noord-Amerika. Het netto resultaat op de Investment Portfolio kwam in 2012 uit op US\$ 14,8 miljoen tegen

een verlies van US\$ 18,6 miljoen een jaar eerder. Zoals eerder aangegeven is Hunter Douglas doende deze beleggingsportefeuille af te bouwen, welk proces ultimo 2012 nagenoeg was voltooid. De belastingdruk bedroeg vorig jaar 15,5%, waar in 2011 nog sprake was van een belastingteruggave. Het nettoresultaat kwam uit op US\$ 101,1 miljoen, een stijging van 30,5% ten opzichte van 2011 toen netto US\$ 77,5 miljoen werd verdiend. Per aandeel kwam de winst uit op € 2,24 (2011: € 1,57), waaruit een onveranderd contant dividend van € 1,25 wordt betaald. Analyse van de vierde kwartaalcijfers wijst uit dat het herstel van de Amerikaanse huizenmarkt nu duidelijk op stoom komt, getuige een volumestijging van 11% in de laatste drie maanden van 2012 in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder. Deze sterke verbetering werd echter geneutraliseerd door een onverwachte volumedaling van 26% in Azië, welke werd veroorzaakt door uitstel van enkele grote infrastructurele projecten in China. De volumedaling van slechts 1% in Europa viel alleszins mee en bewijst dat Hunter Douglas behoorlijk marktaandeel wint in deze veelal krimpende markten. Al met al bleef de gerapporteerde nettowinst over 2012 licht achter bij onze prognose van € 2,50 per aandeel, maar onderliggend, gecorrigeerd voor eenmalige effecten (zoals het uitstel van de infraprojecten in China, de hoger dan verwachte herstructureringskosten en de omslag in belastingdruk), beantwoordden de cijfers aan de verwachtingen. Het management is gematigd optimistisch ten aanzien van het lopende jaar. Men voorziet betere economische omstandigheden in Noord-Amerika, Latijns Amerika en Azië, maar is zeer terughoudend ten aanzien van Europa zolang het consumentenvertrouwen er laag is en de huizenmarkten zich nog niet herstellen. Wij handhaven vooralsnog onze winstaxatie van tenminste € 3,00 per aandeel op grond van de verwachting van een verder aantrekkende huizenmarkt in de Verenigde Staten en een inhaaleffect in China, alsmede wat hogere verkopen en winst in Latijns Amerika. Daarentegen is een wat steviger omzetzak in Europa zeker niet uit te sluiten, temeer daar de vergelijkingsbasis in de eerste helft van 2013 ten opzichte van dezelfde periode 2012 behoorlijk pittig is. Tevens zal het resultaat op de Investment Portfolio (2012: US\$ 14,8 miljoen) niet terugkeren, waar tegenover lagere herstructureringsuitgaven aannemelijk zijn. In een toelichting op de jaarcijfers werd gemeld dat in de Verenigde Staten naar verachting niet verder behoeft te worden gesaneerd, hetgeen een behoorlijke hefboom op het nettoresultaat binnen bereik brengt. Resumerend menen wij dat de huidige beurswaardering van Hunter Douglas van circa 10 maal de getaxeerde winst 2013 volop ruimte laat voor een beurskoersherstel gedurende de komende 12 maanden. Wij handhaven de positie derhalve in de bovenste regionen van de portefeuille.

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 winstwaarschuwing. Nadien volgde een technisch koersherstel, maar per saldo noteert het aandeel op niveaus rond € 33,00 toch ruim 13% 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 14,3 maal de verwachte winst 2013 voor aandelen Brunel International betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 3,8%.

Royal Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) meldde dat het overeenstemming heeft bereikt met haar belangrijkste financiers (inclusief de houders van *'unsecured senior notes'* en de grootste garantieverstrekters) over de voorlopige voortzetting van de huidige uitstaande faciliteiten. Daarmee ligt de eerder aangekondigde financiële herstructurering van de Imtech Groep op koers. Voorts werd bekend dat Imtech een buitengerechtelijke schikking is overeengekomen met Adventure World Warschau en daaraan gelieerde ondernemingen. Deze schikking betreft een definitieve en bindende oplossing voor alle zaken die partijen verdeeld hielden inzake de realisatie van het megaproject Adventure World Warschau en daarmee samenhangende projecten. Met de schikking, waarover geen financiële details werden bekendgemaakt, eindigt tevens de samenwerking tussen partijen. Zoals eerder bericht heeft Imtech een voorziening van € 150 miljoen getroffen voor boekhoudkundige onregelmatigheden in haar Poolse vestiging.

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. In de tussentijd wordt een claimemissie van € 500 miljoen voorbereid die gegarandeerd is door middel van een *'volume underwriting commitment'*, onder gebruikelijke voorwaarden. Kort gezegd komt dit erop neer dat het bankenconsortium weliswaar het genoemde bedrag (de 'volume') garandeert, maar dat de potentiële verwatering (de discount in prijs van de nieuw te plaatsen aandelen ten opzichte van de laatste beurskoers) voor rekening van aandeelhouders Imtech komt.

Onze visie

De problemen van Royal Imtech in Duitsland en Polen blijken veel groter te zijn dan aanvankelijk 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-portfolio 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 RvB, opdat het herstellend potentieel 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, zijn zeker niet uit te sluiten. Ook strategische partijen zullen wellicht geïnteresseerd zijn.

Vanwege het feit dat het Imtech-dossier op korte termijn met zeer veel onzekerheid is omgeven, is het aannemelijk dat de beurskoers tot publicatie van de definitieve jaarcijfers 2012 sterk zal fluctueren. Momenteel taxeren wij dat er een shortpositie van ruim 10% van de aandelen bestaat die door hedgefonds de afgelopen periode is ingenomen. Mocht een tevredenstellende eindoplossing worden bereikt, dan is een sterk herstel van de beurskoers aannemelijk uit hoofde van dekkingstransacties van deze partijen.

De geconsolideerde omzet van **Amsterdam Commodities** (Acomo) nam in 2012 met 4% toe tot € 593 miljoen (2011: € 571 miljoen). De nettowinst bedroeg € 27,0 miljoen, een lichte stijging ten opzichte van het vorige recordjaar 2011

toen € 26,2 miljoen werd verdiend, derhalve een toename van 3,3%. Alle groepsmaatschappijen waren opnieuw winstgevend. In complexe economische marktomstandigheden presteerden Catz International (handel in specerijen), Van Rees Group (handel in thee) en Red River Commodities (handel in zaden) wederom sterk, terwijl ook Snick EuroIngredients (voedingsingrediënten) mooie vooruitgang boekte. Slechts bij deelneming King Nuts & Raaphorst (noten en rijstwafels) stonden de resultaten onder druk door een combinatie van ongunstige factoren. Tenslotte droeg de gemiddeld sterkere US-dollar koers tevens bij aan de hogere resultaten. Mede als gevolg van actief werkkapitaalmanagement en door gemiddeld iets lagere prijsniveaus ten opzichte van eind 2011, daalde het balanstotaal van de Groep tot € 266 miljoen per ultimo 2012 (2011: € 276 miljoen). Per eind 2012 bedroeg de solvabiliteit circa 46% (eind 2011: 40,5%). De winst per aandeel kwam uit op € 1,163 (2011: € 1,130). Het dividendvoorstel gaat uit van een contante uitkering van € 0,70 per aandeel (2011: € 0,65), waaruit volgt dat de pay out ratio stijgt van 58% naar 60%. Wij taxeren een winst per aandeel 2013 van circa € 1,22, waaruit een dividend van € 0,73 betaalbaar kan worden gesteld. Daarbij is nadrukkelijk de invloed van eventuele acquisities niet inbegrepen. Tegen de huidige beurskoers van € 15,70 wordt circa 13 maal de verwachte winst voor aandelen Acomo betaald en komt het dividendrendement op een solide 4,6%.

Koninklijke TenCate (marktleider in materiaaltechnologie) rapporteerde de jaarcijfers over 2012. Het afgelopen jaar stond in het teken van een onverwacht sterke daling van de omzet in de Amerikaanse defensiemarkt die resulteerde in een sterke afname in de omzet van TenCate Defender M (vlamwerende kleding voor militairen) en de armourportfolio (met name bepantsering van oorlogsvoertuigen). TenCate heeft de vooruitzichten steeds gebaseerd op prognoses van Amerikaanse defensieautoriteiten, die een toenemende terughoudendheid vertoonden, mede gelet op de Amerikaanse presidentsverkiezingen en de dreiging van de *fiscal cliff*. Dit had grote gevolgen voor het gehele concern. De Amerikaanse defensiemarkt vertegenwoordigt namelijk een belangrijk deel van de totale omzet en bedrijfswinst van TenCate. In de overige kernmarkten waar TenCate zich door middel van haar *Buy & Build-strategie* profileert, zoals de markten voor industriële veiligheidsweefsels en composietmaterialen alsmede emerging markets, werd goede voortgang geboekt. Dit geschiedde zowel door autonome groei als door middel van acquisities. De omzet bedroeg in 2012 € 1.049 miljoen, een daling van 7,9% ten opzichte van 2011 (€ 1.139 miljoen). Autonoom daalde de omzet echter met 15% (valuta-effect: +5%, effect acquisities/desinvesteringen: +2%). Het bedrijfsresultaat vóór amortisatie van immateriële activa (EBITA) daalde met 49% tot € 52 miljoen – autonoom -53%; valuta-effect: +3%; acquisities/desinvesteringen: +1%. Dit resultaat is inclusief een bedrag van € 8,0 miljoen aan eenmalige lasten. De genormaliseerde EBITA over 2012 bedroeg € 60 miljoen (2011: € 102,5 miljoen). De nettowinst daalde met 62% tot € 22,3 miljoen (2011: € 58,7 miljoen). Per aandeel bedroeg de winst € 0,86 tegen € 2,31 in 2011. Voorgesteld wordt het dividend over 2012 vast te stellen op € 0,50 per aandeel. Dit betekent dat wordt afgeweken van het gebruikelijke pay-out percentage van 40%, conform het gecommuniceerde dividendbeleid. Basis van dit dividendvoorstel vormen de aanhoudende groeiverwachting van TenCate op de langere termijn en het vertrouwen van het management dat is gebaseerd op de leidende marktposities van het concern. Het dividend zal overigens, naar keuze van de aandeelhouders, betaalbaar zijn in contanten of in aandelen ten laste van de agioreserve. Ten aanzien van de vooruitzichten voor het lopende jaar onthoudt het management zich van een concrete prognose. Naar verwachting zal ook in 2013 druk blijven bestaan op de overheidsbudgetten, waarvan TenCate voor circa tweederde van haar omzet afhankelijk is. Medio 2012 is een aanscherping van de strategie aangekondigd. TenCate heeft zich daarbij intensief gericht op de ontwikkeling van industriële markten, zoals veiligheidskleding voor industriële toepassingen, de automotivesector (gewichtsreductie) en verdere geografische spreiding naar de BRIC-landen. TenCate streeft hierbij naar *partnerships* met derden om hierin een groeiversnelling aan te brengen. Gedurende 2012 waren hiervan de eerste resultaten zichtbaar (3M, BASF, Owens Corning, kwalificaties automotive-industrie). Dit beleid zal in 2013 worden voortgezet. Voor de belangrijkste groeiproducten, zoals TenCate Cetex (aerospacecomposieten), TenCate Tecasafe Plus (beschermende textiele vezels) en TenCate Geotube (geocontainers voor waterbeheersingssysteem) wordt een bovengemiddelde groei verwacht. De internationale omzetgroei van Defender M zal in toenemende mate compensatie bieden voor een mogelijk verdere daling van de Amerikaanse omzet. Naar verwachting zal deze daling echter niet van eenzelfde dimensie zijn als welke zich vorig jaar manifesteerde.

Wij handhaven onze winsttaxatie van tenminste € 1,25 per aandeel voor het lopende jaar. Zulks impliceert een bescheiden herstel na de zwakke performance van 2012. De portfolio van TenCate herbergt weliswaar veel interessante toepassingen voor kansrijke product-marktcombinaties, het zal echter nog de nodige tijd en inspanningen vergen om het gewenste hogere streefrendement te realiseren. Dit bedraagt een EBITA van tenminste 15% op het gemiddelde netto geïnvesteerd vermogen. Ter vergelijking: in 2012 bedroeg dit rendement slechts 6,4%. Tegen de huidige beurskoers van € 18,40 wordt thans 14,7 maal de verwachte winst 2013 voor de aandelen TenCate betaald en bedraagt het dividendrendement 2,7%. Gezien het potentieel van de groep mag op termijn een belangrijk hogere waardering tegemoet worden gezien mits het management erin slaagt haar ambities ook daadwerkelijk te verwezenlijken.

ASM International (toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie) maakte de uitkomsten van het onderzoek naar de vermeende onderwaardering van het op Euronext Amsterdam genoteerde ASM International in vergelijking met de te Hongkong genoteerde 52%-deelneming ASM PT bekend. Het resultaat van het onderzoek, dat tien maanden in beslag nam en een nog onbekend bedrag aan kosten vergde, was voor beleggers een teleurstelling getuige de koersdepreciatie van 14% die volgde op de bekendmaking.

ASMI heeft inmiddels een pakket van 12% in ASM PT verkocht voor een tegenwaarde van € 422 miljoen en keert de opbrengst voor 65% uit aan aandeelhouders, overeenkomend met een extra dividend van € 4,25 per aandeel. De resterende opbrengst wordt aangewend voor versterking van de kernactiviteiten. Deze 'uitkomst' verandert feitelijk niets aan de oorspronkelijke patstelling, te weten de impliciete onderwaardering van de Front-end activiteiten in de ASMI-beursnotering. Indien het resterende 40%-pakket dat ASMI nu nog aanhoudt in ASM PT eveneens zou worden verkocht en ASMI-aandeelhouders hierover 15% belasting zien ingehouden, bedraagt de huidige aandeelhouderswaarde circa € 20,70 per aandeel ASMI. Hierbij opgeteld de extra dividenduitkering van € 4,25 + € 0,50 regulier dividend geeft een waarde van € 25,45. Hierboven zou een getaxeerde contante waarde van circa € 8,00 voor de Front-end activiteiten mogen worden opgeteld, waardoor een 'reële' waarde van circa € 33,45 per aandeel ASMI ontstaat. Deze verhoudt zich tot een actuele beurskoers van € 25,50, waaruit een discount van circa 24% volgt.

De bekendmaking van de uitkomst van het onderzoek en de direct hierop volgende verkoop van het 12%-pakket zorgde direct voor een koersval van ruim 8% van de ASM PT-aandelen. Het is aannemelijk dat de beurskoers van ASM PT voorlopig onder druk zal blijven liggen, vanwege de potentiële *overhang* van het resterende 40%-pakket. Overigens heeft ASMI aangegeven het komende halfjaar geen aandelen ASM PT te zullen verkopen in verband met een daartoe overeengekomen *lock up*. Op 16 mei a.s. kunnen aandeelhouders ASMI zich uitspreken over het alsdan geagendeerde (dividend)voorstel.

Wanneer wij de jaarcijfers 2012 en vooruitzichten voor 2013 in aanmerking nemen, dan blijken de prestaties van de Back-end activiteiten tegen te vallen, terwijl de vooruitzichten voor 2013 weliswaar wijzen op een (markt)herstel in de loop van het jaar, maar dat de (beurs)waardering voor deze activiteiten (in ASM PT) met een *multiple* van ruim 22 als zeer pittig kan worden gekarakteriseerd. Daarentegen lijken de resultaten van Front-end zich in 2013 sterk te kunnen verbeteren na een zeer teleurstellende eerste drie kwartalen van 2012. Vooralsnog hanteren wij een winst per aandeel van circa € 1,25 voor 2013, waarmee de aandelen ASM International tegen de huidige beurskoers van € 25,50 ogenschijnlijk ambitieus worden gewaardeerd. Wanneer echter de normale cyclus in de halfgeleidersector zich in 2014 weer in een sterke expanderende fase zou begeven, zijn winsten per aandeel > € 2,00 zeker niet uit te sluiten.

Vooralsnog handhaven wij derhalve het huidige belang in ASM International van circa 5% van de portefeuille-omvang.

Technologiebedrijf **TKH Group** rapporteerde tevredenstellende cijfers over het vierde kwartaal 2012. De omzet steeg met 16,5% (autonoom: +2%) van € 257,6 miljoen naar € 300,1 miljoen, waarbij de EBITA vóór eenmalige lasten met 25,8% steeg van € 23,1 miljoen naar € 29,0 miljoen. De bijdrage van het vorig jaar verworven meerderheidsbelang in Augusta Technologie, specialist in *vision technology*, gaf een sterke stimulans aan de resultaten in het vierde kwartaal. Over geheel 2012 was volgens topman Alexander van der Lof sprake van moeilijke marktomstandigheden in de bouw- en constructiesector en enige terughoudendheid voor investeringen in de industriële sector. Het vierde kwartaal heeft echter bewezen – met een ROS van 9,7% – dat TKH op basis van haar sterke strategie ook in moeilijker omstandigheden een goed rendement kan realiseren. Er werd vorig jaar een omzet van € 1.102,4 miljoen geboekt, een

stijging van 3,9% ten opzichte van 2011 (€ 1.061,1 miljoen), maar autonoom was sprake van een omzetzaling van 5,2%. De EBITA nam met 17,8% af tot € 74,0 miljoen (2011: € 90,1 miljoen). De nettowinst daalde met 42,7% van € 54,1 miljoen naar € 31,0 miljoen. In 2012 werd € 4,2 miljoen aan acquisitiekosten besteed voor met name de verwerving van het meerderheidsbelang in Augusta Technologie (2011: € 2,0 miljoen inzake acquisitie Siqura). De eenmalige lasten ten behoeve van de uitvoering van efficiencyprogramma's bedroegen € 8,0 miljoen in 2012 en zijn in de kosten begrepen, waardoor vorig jaar sprake was van enige deflattering van de gerapporteerde nettowinst. Tevens werd in het kader van deze programma's in het vierde kwartaal een bijzondere waardevermindering van € 3,3 miljoen verantwoord voor verlieslatende activiteiten in met name Building Solutions die niet meer zullen worden voortgezet, dan wel gedesinvesteerd. Een bijzondere bate van € 3,0 miljoen werd verantwoord uit hoofde van een vrijval van de reservering voor earn-out en put-opties gehouden door minderheidsaandeelhouders. De belastingdruk steeg van 22,3% in 2011 naar 23,9% in 2012 voornamelijk doordat in 2011 een eenmalig voordeel over voorgaande jaren is begrepen voor de toepassing van de Nederlandse innovatiebox-faciliteit. De winst per aandeel kwam uit op € 0,77 (2011: € 1,44). Het voorgestelde keuzedividend is € 0,65 per aandeel (2011: € 0,75), waaruit volgt dat er een verhoogde pay out van 84% is toegepast. Gezien de nog onzekere economische omstandigheden in een aantal segmenten acht het management het nog te vroeg om voor 2013 een winstverwachting uit te spreken. Onderliggend is echter sprake van betrekkelijk gunstige tendensen.

Binnen Telecom Solutions is de verwachting dat de investeringen in glasvezelnetwerken verder zullen toenemen. Binnen Building Solutions is de verwachting dat er een groei van de winst kan worden gerealiseerd door de consolidatie van Augusta Technologie over geheel 2013, waarmee uitdagende omstandigheden in de bouw- en constructiesector voldoende kunnen worden gecompenseerd. Binnen Industrial Solutions is de orderintake in de tweede helft van 2012 toegenomen. Dit zal naar verwachting vanaf het tweede kwartaal 2013 tot een verbetering leiden. Onzeker is echter in hoeverre de groei van de orderintake zich doorzet in de komende kwartalen gezien de moeizame ontwikkeling binnen de automotive sector. Op dit moment houdt TKH in dit segment rekening met een gelijk resultaat in vergelijking met vorig jaar. Per saldo hanteren wij een taxatie van de winst per aandeel voor amortisatie van € 1,50, waaruit een dividend van € 0,80 betaalbaar kan worden gesteld. Tegen de huidige beurskoers van € 20,20 wordt daarmee ruim 13 maal de verwachte nettowinst voor aandelen TKH Group betaald en komt het dividendrendement op 4,0%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 april 2013 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Nedap	13,6%
UNIT4	13,5%
Hunter Douglas	12,1%
Brunel International	10,9%
Acomo	9,3%
Aalberts Industries	8,2%
Royal Imtech	7,8%
Koninklijke TenCate	6,5%
ASM International	4,9%
TKH Group	3,4%
Neways Electronics International	2,9%
Liquiditeiten en overige	6,9%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

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.

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, 4 april 2013