

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2013

Inleiding

De maand september bracht hogere aandelenkoersen over een breed front. De AEX-index steeg 3,3% naar 374,92, de Amsterdam Midkap-index krom 7,2% naar 572,50, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 3,2% toevoegde op 482,23.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 5,2% van € 28,93 naar € 30,43. Over de eerste negen maanden van 2013 bedraagt het totale netto beleggingsresultaat +0,3%.

In de laatste week van september was er een substantiële instroom van nieuwe middelen.

Hierdoor bedraagt het fondsvermogen per 1 oktober 2013 bijna € 61,6 miljoen, waarvan een bedrag van € 47,3 miljoen is belegd in 16 ondernemingen. De liquide positie maakt 23,2% van het fondsvermogen uit.

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

Beurskoers	€ 30,58
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 30,43
Fondsvermogen	€ 61.595.417
Aantal uitstaande aandelen	2.024.314

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	+0,26	+31,32
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+12,30	-4,78
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+11,52	+2,01
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+21,27	-12,44

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/09/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/09/2013)

Peildatum: 30/09/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Aalberts Industries	+41,0	+12,9	+14,7	+ 4,5
2.	UNIT4	+38,0	+14,1	+16,3	+ 9,2
3.	Kendrion	+36,8	+17,5	+11,5	+ 4,2
4.	TKH Group	+36,2	+9,6	+12,1	+ 3,4
5.	Acomo	+17,1	0,0	+9,5	+ 1,4
6.	Brunel International	+16,9	+20,8	+23,0	+ 3,4
7.	Koninklijke TenCate	+16,4	+13,9	+15,7	+13,4
8.	Nedap	+9,7	-7,8	-2,8	+ 0,5
9.	Hunter Douglas	+7,5	+1,6	+2,2	+ 0,5
10.	ASM International	-1,8	-0,8	-0,9	+ 8,6
11.	Neways Electronics Int.	-24,0	+1,5	+17,7	+11,8
12.	Royal Imtech	-75,5	-43,0	-10,8	+ 9,0

- In september realiseerden alle deelnemingen een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 9 van de 12 ondernemingen (= 75%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand voerden **Koninklijke TenCate** en **Neways Electronics International** de lijst van sterkste stijgers aan. Beide ondernemingen waren typische achterblijvers in de portefeuille en haalden aldus een deel van de *underperformance* in. Met name het kansrijke middellange termijnperspectief van TenCate kwam gedurende de verslagmaand duidelijker op de radar van langetermijn beleggers te staan;
- Twee ondernemingen noteren op jaarbasis een aanzienlijke negatieve totaalopbrengst. Onze qua omvang kleinste positie Neways Electronics International beschouwen wij als een *non-core holding*. Voor **Royal Imtech** zien wij op termijn een behoorlijk koerspotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In september hebben wij de posities in **Acomo**, **ASM International**, **Hunter Douglas**, **Nedap**, **Royal Imtech** en **UNIT4** uitgebreid. Het belang in **Neways Electronics International** werd enigszins gereduceerd. Als nieuwe namen werden internationaal ingenieursbureau **Arcadis**, **BE Semiconductor Industries** (toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie), maritiem dienstverlener **Koninklijke Boskalis Westminster** en **Koninklijke Brill** (internationale uitgeverij) in de portefeuille opgenomen.

Bedrijfsnieuws

Wij spraken met bestuursvoorzitter Ruben Wegman van **Nedap** (fabrikant van intelligente technische oplossingen) naar aanleiding van de recent gepubliceerde halfjaarcijfers. Deze bleven enigszins achter bij de verwachtingen. In tegenstelling tot de drie voorgaande jaren werd geen dubbelcijferige opbrengsten- en winstgroei gepresenteerd. De opbrengsten bleven in het eerste halfjaar van 2013 met € 82,0 miljoen licht achter bij die van dezelfde periode een jaar eerder (€ 83,7 miljoen). Ook de toegevoegde waarde was met € 57,2 miljoen vrijwel gelijk (H1 2012: € 56,5 miljoen). De winst na belastingen daalde, als gevolg van de samenstelling van de opbrengsten en verdere investeringen in vernieuwing en in de verkooporganisatie, van € 6,6 miljoen naar € 5,1 miljoen en bedroeg daarmee 6,2% van de opbrengsten (H1 2012: 7,9%). Voor de tweede helft van het jaar voorziet Nedap eenzelfde bedrag aan opbrengsten te realiseren als over de overeenkomstige periode 2012. Daarmee karakteriseert 2013 zich als een typisch overgangsjaar voor de technische oplossingenleverancier uit Groenlo. De teruggang van de opbrengsten in de eerste zes maanden van 2013 kende een drietal oorzaken. Allereerst bleven de opbrengsten in de marktgroep Livestock Management, de nieuwe naam van de Agri-marktgroep, behoorlijk achter bij die van de zeer sterke eerste helft van 2012. Deze marktgroep richt zich op de automatisering van processen op basis van individuele dieridentificatie in de veehouderij, die de veehouder helpt om zijn bedrijfsvoering te optimaliseren en het welzijn van zowel mens als dier te verhogen. Een

belangrijke reden voor het achterblijven van de opbrengsten is dat de flinke toename van de opbrengsten in 2012 heeft geleid tot enige voorraadvorming in de logistieke keten van een aantal afnemers. Daarnaast is de investeringsgolf in de zeughouderij in verband met de nieuwe EU-wet- en regelgeving voorbij. Behalve deze teruggang in opbrengsten lagen de opbrengsten in de marktgroepen Library Solutions en Light Controls op een licht lager niveau dan in dezelfde periode een jaar eerder. Overigens konden de marktgroepen AVI (producten voor het identificeren van voertuigen en bestuurders en voor draadloze parkeersystemen), Energy Systems, Healthcare en Retail wel hogere opbrengsten realiseren, terwijl Security Management gelijke opbrengsten rapporteerde. De stabilisatie/lichte teruggang in opbrengsten en resultaten in 2013 lijkt eenmalig te zijn. Door voortdurende investeringen in vernieuwing en verkoop is het onderscheidend vermogen van de Nedap-propositie in de afgelopen jaren verder toegenomen en zijn deze posities in de verschillende markten versterkt. Met name Nedap's uitgangspositie in de marktgroepen Livestock Management, Retail en Security Management is veelbelovend waar het de uitrol op de wereldmarkt betreft. Voorwaarde is wel dat de professionaliteit van de geleverde proposities aan de eindklant de komende periode wordt verbeterd. Vandaar dat het management momenteel sterk inzet op zaken als een snelle en eenvoudige implementatie, voldoende en krachtige sales- en marketingondersteuning, alsmede het continu kunnen leveren van nieuwe updates voor relevante applicaties. Daarbij speelt de opgedane kennis binnen het door Nedap ontwikkelde AEOS security management platform een cruciale rol. Hierdoor werd onder andere een overeenkomst met Unilever afgesloten voor het beveiligen van 20.000 deuren bij wereldwijd 800 lokaties. Voor geheel 2013 handhaven wij onze taxatie van een winst per aandeel van € 1,75 (2012: € 2,01), terwijl wij voor 2014 een stijging naar € 2,00 voorzien. Na 2014 mag een versnelde stijging van de winst per aandeel van Nedap worden verwacht, omdat dan de schaalvoordelen van een efficiëntere organisatie materieel zullen worden. Tegen de huidige beurskoers van € 29,75 wordt momenteel circa 15 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Nedap betaald. Bij een stabiele pay out van 75% van de nettowinst bedraagt het dividendrendement alsdan ruim 5%.

Hunter Douglas (raambekleding en architectonische producten) rapporteerde sterke cijfers over het tweede kwartaal 2013. De omzet steeg met 5% van US\$ 668,8 miljoen in Q2 2012 naar US\$ 702 miljoen in Q2 2013. Deze stijging werd met name gerealiseerd in de Verenigde Staten (+7% naar US\$ 531 miljoen), Latijns Amerika (+6% naar US\$ 120 miljoen) en Azië (+10% naar US\$ 101 miljoen). Zoals verwacht speelde de recessie Hunter Douglas parten in Europa waar de omzet met 6% daalde naar US\$ 484 miljoen. De Australische omzet stabiliseerde zich op US\$ 47 miljoen. De EBITDA lag in het tweede kwartaal 12,9% hoger op US\$ 85,8 miljoen in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder (US\$ 76,0 miljoen). De nettowinst kwam 36,5% hoger uit op US\$ 49,4 miljoen (Q2 2012: US\$ 36,2 miljoen) ondanks een hogere belastingpost van US\$ 57,8 miljoen (Q2 2012: US\$ 46,3 miljoen). Daarmee liet het tweede kwartaal een merkbare verbetering zien in vergelijking met de trage start van 2013 in het eerste kwartaal. Dientengevolge waren de cijfers over het eerste halfjaar 2013 nog tamelijk vlak. De omzet steeg over deze periode met 1,6% van US\$ 1.262,9 miljoen naar US\$ 1.282,9 miljoen, de EBITDA met 8,2% van US\$ 111,2 miljoen naar US\$ 120,3 miljoen en de nettowinst met 3,6% van US\$ 57,7 miljoen naar US\$ 59,8 miljoen.

De vooruitzichten voor een verdere verbetering van omzet en resultaten in het tweede halfjaar 2013 lijken goed te zijn. Het management voorziet verbeterende economische omstandigheden in de Verenigde Staten, Latijns Amerika en Azië en aanhoudende druk in Europa. Daarbij dient te worden bedacht dat de vergelijkingsbasis voor de twee belangrijkste markten in H2 2013 zal veranderen. De vergelijkende cijfers in de Verenigde Staten zullen lastiger worden, omdat het herstel in de Amerikaanse markt van start ging in H2 2012. Daarentegen ziet de vergelijkingsbasis in Europa er juist gunstiger uit, omdat de teruggang in H2 2012 vrij sterk was. Op middellange termijn ziet het management de toekomst vol vertrouwen tegemoet. De komende jaren blijven de investeringen beperkt tot circa 80% van de jaarlijkse afschrijvingen van US\$ 90 miljoen. CFO Leen Reijtenbagh licht toe dat HD in 2007 – het laatste jaar vóór de recessie – een jaaromzet van ruim US\$ 3 miljard boekte. Sindsdien is de productiecapaciteit drastisch gerationaliseerd en kan HD nu – veel efficiënter – nog altijd een jaaromzet van US\$ 3 miljard op de bestaande infrastructuur draaien met een veel aantrekkelijker marge. Dit impliceert dat HD aan de vooravond staat van een sterke groei van de winst per aandeel uitgaande van een prognose van een *high single digit* groei van de groepsomzet en het voorlopig achterwege blijven van reorganisatievoorzieningen. Deze laatste kosten drukten het resultaat over 2012 nog met US\$ 45 miljoen. Wij taxeren een winst per aandeel van tenminste € 3,00 voor het lopende jaar (2012: € 2,24) en zien voor 2014 een verdere

groei tot € 4,50. Tegen de huidige beurskoers van € 31,75 noteren de aandelen Hunter Douglas aldus een bescheiden *multiple* van 7 maal de verwachte winst 2014. Het getaxeerde dividendrendement bedraagt 4,7% bij een veronderstelde pay out van 43%.

Koninklijke TenCate, de multinationale onderneming die textieltechnologie, chemische processen en materiaaltechnologie combineert bij de ontwikkeling en productie van functionele materialen met onderscheidende eigenschappen, was in september de sterkste stijger in de portefeuille. Dit was met name het gevolg van het bericht dat TenCate Advanced Composites en het Zwitserse Kringlan Composites AG, voor 17,5% eigendom van BMW, een samenwerkingsovereenkomst hebben ondertekend om oplossingen te ontwikkelen voor het fabriceren van onderdelen voor de automotive industrie op basis van thermoplastisch composiettechnologie. De belangrijkste ontwikkeling die Kringlan Composites op dit moment heeft geïnitieerd, is het ontwerp en de ontwikkeling van een volledig koolstofvezelversterkt composiet wiel voor auto's in het hogere segment. TenCate is betrokken bij de ontwikkeling van het thermoplastisch composietmateriaal dat voor dit doel is gekwalificeerd. Deze ontwikkeling komt nu in de laatste fase voor serieproductie. Nauwe samenwerking tussen beide ondernemingen is een voorwaarde voor een succesvolle implementatie van vezelversterkte thermoplastentechnologie. TenCate zet haar *know-how* in op het gebied van thermoplasten. De ontwikkeling hiervan is ruim 25 jaar geleden in de luchtvaartindustrie gestart. Dit heeft geresulteerd in een leidende positie op basis van van de portfolio van TenCate Cetex materialen. TenCate verwacht deze technologie de komende jaren naar de automotivesector uit te bouwen.

De nadruk zal liggen op hoogwaardige onderdelen die de veiligheid vergroten en het gewicht verminderen. Composiet wielen zijn zeer effectief bij het verminderen van het gewicht en het verlagen van het brandstofverbruik. Versnelling van lichtgewicht wielen zal minder energie kosten en verlaagt de CO₂-uitstoot van het voertuig. De gewichtsafname per wiel is 30 tot 40%.

Het gebruik van thermoplastisch composiet maakt serieproductie mogelijk vanwege de veel kortere productietijd. Een wiel is een complex en technisch onderdeel, waarbij ook lastechnologie een rol speelt. Het wiel moet een hoge slagvastheid hebben en is soms deel van de veiligheidsstructuur. Dit vraagt om geavanceerd en hoogwaardig composietmateriaal. Kringlan Composites heeft in de afgelopen jaren een gepatenteerde technologie ontwikkeld die in de toekomst kan worden gebruikt voor de serieproductie van composiet wielen die voldoen aan de hoogste prestatie-eisen.

Op middellange termijn moeten de composietleveranties voor TenCate een nieuwe *product champion* gaan opleveren, vergelijkbaar met het succes van het vlamvertragende materiaal Defender-M dat wordt verwerkt in de gevechtuniformen van, onder meer, de Amerikaanse strijdkrachten in Afghanistan. Nu marktleider BMW heeft aangegeven op betrekkelijk korte termijn composiet wielen in serieproductie te willen gaan nemen, komt een winstbijdrage voor TenCate ook dichterbij. Analisten hielden tot voor kort geen rekening met een bijdrage aan de groepswinst. Vooralsnog handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel 2013 op € 1,50 en voorzien een lichte stijging naar € 1,65 in 2014. Echter, met name vanaf 2015 lijken meerdere product-marktcombinaties, zoals het ABDS-systeem tegen berrbommen en inkjettoepassingen voor de textielindustrie, de omzet en winst in een stroomversnelling te kunnen brengen. Tegen deze achtergrond beschouwen wij de huidige beurswaardering van € 21,20 niet als overdreven hoog.

Augusta AG, fabrikant van digitale camera's en 3-D systemen voor industriële beeldverwerking, voor 62% eigendom van **TKH Group** (technische oplossingen), rapporteerde tevredenstellende halfjaarcijfers 2013. Weliswaar nam de groepsomzet 7,1% af van € 54,2 miljoen tot € 50,3 miljoen en daalde de EBITDA met 14,9% van € 10,0 miljoen naar € 8,5 miljoen, de vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar wijzen op een omzet- en winstherstel. Derhalve handhaafde Augusta haar jaarprognose zoals opgenomen in het jaarverslag 2012 op een groepsomzet van € 103 – 115 miljoen en een EBITDA tussen € 17 en 21 miljoen. Per medio 2013 bedroeg de orderingang € 60,0 miljoen, een toename van circa 6,5% in vergelijking met medio 2012. De *book-to-bill ratio* kwam uit op 1,19. Met name het toonaangevende Vision-segment, goed voor circa 70% van de Augusta-omzet, heeft uitstekende perspectieven. In dit segment bedroeg de *book-to-bill ratio* medio dit jaar zelfs 1,33. Tenminste 45% van deze opdrachten zal naar verwachting nog dit jaar worden uitgeleverd. Omdat Augusta in de eerste helft van dit jaar reeds betrekkelijk hoge

ontwikkelingskosten ten laste van de resultaten heeft gebracht, kan een stevige winstgroei in de tweede helft van 2013 en geheel 2014 tegemoet worden gezien. Op basis van deze vooruitzichten voelen wij ons comfortabel met TKH's eigen winstprognose voor 2013 van, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een nettowinst – voor amortisatie en eenmalige baten en lasten – tussen € 52 en 57 miljoen.

Hieruit volgt een getaxeerde winst per aandeel 2013 van € 1,45 (2012: € 1,28), waarmee de aandelen TKH Group tegen de huidige beurskoers van € 22,00 worden gewaardeerd op 15,2 maal de verwachte winst.

In het Duitse Kassel is op vrijdag 13 september de werkmaatschappij NEK van **Neways Electronics International**, actief op de internationale EMS (Electronic Manufacturing Services)-markt, door brand verwoest. De productie van Neways Electronics Kassel, waar 150 medewerkers actief waren, is compleet stilgelegd en is inmiddels zo veel mogelijk door andere vestigingen in Duitsland, Nederland, Slowakije en China overgenomen. Met de vermoedelijk als verloren te beschouwen productiefaciliteit weet Neways zich verlost van een notoire verlieslatende entiteit. Als zodanig is deze ontwikkeling positief voor de bezetting op groepsniveau. Daartegenover staat het gegeven dat de productiemedewerkers niet eenvoudig zijn over te plaatsen: de dichtsbijzijnde vestiging vergt drie uur reistijd.

Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel voor 2013 van € 0,20 naar € 0,15 en hanteren voor volgend jaar een prognose van circa € 0,40. Tegen de huidige beurskoers van € 4,21 wordt daarmee 10,5 maal de getaxeerde winst 2014 voor de aandelen Neways Electronics International betaald.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	11,5%
Nedap	9,6%
Hunter Douglas	9,1%
ASM International	8,3%
Acomo	7,7%
Brunel International	7,4%
Koninklijke TenCate	5,1%
Aalberts Industries	4,8%
Royal Imtech	4,4%
TKH Group	2,5%
Liquiditeiten en overige	29,6%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De maand oktober ging vlak van start met lage beursomzetten en een toenemende politieke spanning in de Verenigde Staten als gevolg van de *Government shut down* en de problematiek rond het verhogen van het schuldenplafond. De komende drie weken zal de voortgang in deze dossiers de stemming op de aandelenmarkt grotendeels bepalen.

Gegeven de huidige onzekerheden en de inmiddels gestegen koersniveaus opteren wij voor een terughoudend beleggingsbeleid. Een mogelijke koerscorrectie zullen wij evenwel aanwenden om een deel van de ruime liquide positie aan te wenden ter uitbreiding van de bestaande posities. Immers, de perspectieven voor een versnelling van de omzet- en winstgroei in 2014 en daarna zijn op basis van de bestaande aannames als goed te kwalificeren.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het lopende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen koers/winstverhouding van circa 11,5 maal en een bruto dividendrendement van circa 2,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 4 oktober 2013