

MAANDBERICHT OVER APRIL 2012

Inleiding

De maand april werd gekenmerkt door koersdalingen over een breed front. De AEX-index daalde 3,6% naar 308,30. De Amsterdam Midkap-index verloor 4,1% op 511,89 en de Amsterdam SmallCap Index leverde 1,9% in op 412,95. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 2,1% van € 31,22 naar € 30,55. Gecorrigeerd voor het in april uitgekeerde dividend van € 0,80 per aandeel werd echter een koersstijging van 0,4% gerealiseerd. Over de eerste vier maanden van 2012 bedraagt het netto totaalrendement van het Add Value Fund 25,4%. Per 2 mei 2012 is voor een bedrag van € 42,9 miljoen belegd in 14 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg eveneens € 42,9 miljoen.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 mei 2012 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 30,71
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 30,55
Fondsvermogen	€ 42.925.060
Aantal uitstaande aandelen	1.404.951

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+25,40	+28,60
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+0,18	-25,86
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+11,59	-14,18
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+9,79	-29,12

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/04/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/04/2012)

Peildatum: 30/04/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	LBI International	+47,5	+70,9	+32,9	+0,0
2.	TMC Group	+26,5	+50,3	+34,9	-0,7
3.	Acomo	+16,1	+23,8	+21,2	+3,8
4.	Brunel International	+3,3	+35,6	+31,0	+7,1
5.	Nedap	+1,2	+21,5	+20,2	+11,4
6.	TKH Group	-5,5	+11,4	+14,0	-2,1
7.	ASM International	-8,9	+30,8	+5,7	-7,4
8.	Hunter Douglas	-10,1	-2,1	+10,4	+0,0
9.	UNIT4	-13,0	+7,5	+23,2	+1,3
10.	Aalberts Industries	-15,1	+13,4	+1,2	-6,4
11.	Royal Imtech	-16,7	-0,3	-9,6	-10,9
12.	Koninklijke TenCate	-26,3	-7,5	-3,0	-11,6
13.	Neways Electronics	-37,2	-8,9	+0,0	-5,1
14.	Macintosh Retail	-50,0	-18,6	-3,8	-13,5

- In april realiseerden 4 van de 14 deelnemingen (= 29%) een positieve performance. Daarbij dient overigens in aanmerking te worden genomen dat 7 deelnemingen in april dividend uitkeerden. Gecorrigeerd voor dit dividend sloten 6 van de 14 deelnemingen (= 43%) de maand positief af. Vijf van de 14 ondernemingen (= 36%) noteren een positieve performance op een 12-maands basis;
- De re-rating van **Nedap** (totaalrendement april: +16,9%) sorteerde een sterk positief effect op de performance in april. De performance van **Imtech** en **TenCate** was daarentegen teleurstellend;
- **Neways Electronics International** en **Macintosh Retail Group** zijn de twee achterblijvers in de portefeuille. Beide ondernemingen zijn onzes inziens ondergewaardeerd in vergelijking met hun *fair value*.

Mutaties in de portefeuille

In april werd deels winstgenomen op het belang in LBI International nadat de beurskoers was opgelopen met ruim 50% in de eerste vier maanden van 2012. De onderwaardering ten opzichte van vergelijkbare sectorgenoten is hierdoor grotendeels verdwenen.

Bedrijfsnieuws

UNIT4 (bedrijfssoftware) zag haar omzet in het eerste kwartaal van 2012 met 3% stijgen naar € 115,3 miljoen (Q1 2011: € 112,1 miljoen). Naast een groei in inkomsten uit traditionele licentieverkoop zag UNIT4 een toenemende vraag naar SaaS-abonnementen. FinancialForce.com, het cloudapplicatiebedrijf waarin UNIT4 een meerderheidsbelang van 83% heeft, liet ook een aanmerkelijke groei zien in de maandelijkse run-rate. Het bedrijf is sterk gepositioneerd in een snel groeiende markt, heeft een extreem sterke verkooppijplijn en is erin geslaagd de juiste mensen aan te trekken om aan de ambitieuze groeiplannen te voldoen. UNIT4 blijft optimistisch over het vooruitzicht voor de rest van het jaar en heeft de investering in sales en marketing in belangrijke operationele regio's verhoogd. Hiervan worden later in 2012 positieve effecten verwacht. Door deze investeringen kwam de EBITDA in het eerste kwartaal 5% lager uit op € 18,0 miljoen (Q1 2011: € 18,9 miljoen). Naast de verhoogde investeringen waren ook € 2,0 miljoen reorganisatiekosten (voornamelijk in Spanje) onderdeel van de totale EBITDA. De brutomarge steeg naar 92,0% in het eerste kwartaal, vergeleken met 91,2% in dezelfde periode van 2011. Het management handhaafde haar eerdere prognose van een enkelvoudige procentuele groei van omzet en EBITDA in 2012. Wij handhaven eveneens onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 1,80 (2011: 1,64). De aandelen UNIT4 noteren tegen de huidige beurskoers van € 21,90 daarmee op ruim 12 maal de verwachte winst voor het lopende jaar.

Nedap, fabrikant van intelligente technologische oplossingen, is het jaar 2012 uitstekend gestart. Volgens de Directie zal de winst na belastingen over de eerste zes maanden van 2012 een sterke tot aanzienlijke stijging (+20 - 45%) laten zien ten opzichte van de eerste helft van 2011. Nedap verwacht daarbij, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een duidelijke opbrengstengroei (+7 - 12%) ondanks het nagenoeg wegvallen van de klassieke toeleveringsactiviteiten die in de eerste helft van 2011 nog ruim 8% van de totale opbrengsten uitmaakten. Zulks impliceert een autonome omzettoename van circa 20%. De opbrengstengroei is afkomstig van vrijwel alle marktgroepen, te weten Agri, Automatic Vehicle Identification (AVI), Healthcare, Library Solutions, Power Supplies en Retail. Slechts de marktgroep Security Management bleef enigszins achter vanwege de uitlevering van enkele grote projecten in de eerste helft van 2011 alsmede het stopzetten van de activiteiten rond de presentie- en absentieregistratie voor het onderwijs. De solvabiliteit bleef met 39% onverminderd sterk. Wij handhaven onze taxatie van een winst per aandeel van €2,00 (2011: € 1,64), waaruit, bij een ongewijzigde pay-out ratio van 75%, een dividend van € 1,50 kan worden betaald. Tegen de huidige beurskoers van € 24,- wordt derhalve 12 maal de verwachte winst voor het lopende jaar betaald voor de aandelen Nedap en komt het dividendrendement op ruim 6%.

Ook **Royal Imtech** (technische dienstverlening in en buiten Europa) rapporteerde een vooruitstrevende start van 2012. De orderportefeuille is in het eerste kwartaal stevig toegenomen, zowel autonoom als door gedane acquisities, in vergelijking met dezelfde periode van 2011. In Duitsland & Oost-Europa, de Nordic, het UK & Ierland, evenals in de Europese ICT-markt ontwikkelt Imtech zich prima. Vooral in het UK & Ierland, maar ook in de Nordic, is sprake van een robuuste ordergroei. In de Europese trafficmarkt is sprake van een beperkte groei, terwijl in de Benelux en Spanje de markt als uitdagend wordt gekwalificeerd. In de mondiale maritieme markt vallen de nieuwbouwactiviteiten in Noordwest-Europa terug, maar groeien de onderhoud & services en de activiteiten in de markten buiten Europa. De financiële positie van Imtech blijft volgens het management onveranderd gezond. Imtech handhaaft zowel de vooruitzichten voor verdere groei van de EBITA in 2012 als haar lange termijn groeidoelstelling voor 2015. Deze gaat uit van een opbrengstenniveau van € 8 miljard (2011: € 5,1 miljard) bij een operationele EBITA-marge tussen 6% en 7% (2011: 6,1%). Wij handhaven voor 2012 onze prognose van een winst per aandeel van € 2,30 (2011: 2,05), waarmee de aandelen Imtech tegen de huidige beurskoers van € 21,60 op slechts 9,4 maal de verwachte winst worden verhandeld en een getaxeerd dividendrendement van ruim 4%.

LBI International, Europa's grootste onafhankelijke marketing en technologie agency, rapporteerde fraaie cijfers over het eerste kwartaal 2012. Bij een omzetsijging van 27,8% tot € 58,0 miljoen (Q1 2011: € 45,4 miljoen) realiseerde LBI een geschoonde EBITDA van € 9,4 miljoen (Q1 2011: € 7,5 miljoen), ofwel een stijging van 25,3%. De autonome omzetgroei tegen constante valutakoersen bedroeg 17,8%. Luke Taylor, CEO van LBI International gaf als commentaar: *"We are broadly pleased with progress made in Q1. The growth recorded across the US, UK and Nordic regions remains particularly strong and we see accelerating opportunity for LBI to own both the digital and social agency of record opportunity. The acquisition of Mr Youth delivers a best-in-class competitive advantage in the rapidly growing social marketing segment and we are focused on the rapid transfer of these specialist skills across all our markets. We have also upgraded our platform toolset to facilitate the rapid integration of social marketing IP into all key hub offices. We believe that our offer which uniquely blends both digital and social marketing skill sets is now differentiated by the depth and breadth of skills mix and a cost effective delivery model. The success of this mix is best evidenced in recent multi market Agency of record wins for Honda, Skype and Etihad."*

Slechts de ontwikkeling in Centraal en Zuid-Europa was teleurstellend, waarbij met name Nederland nog niet het beoogde herstel liet zien. De financiële positie van LBI blijft sterk met een bescheiden netto schuldpositie. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 0,16 (2011: € 0,13), waarmee de aandelen LBI International tegen de huidige beurskoers van € 2,68 een K/W verhouding van 16,8 kennen.

Koninklijke TenCate, actief op het snijvlak van textieltechnologie, chemische processen en materiaaltechnologie en wereldspeler in beschermende kleding, geosynthetica, composieten en kunstgras, maakte een aarzelende start in 2012. De omzet kwam in het eerste kwartaal uit op € 257 miljoen, een daling van 8% in vergelijking met dezelfde periode van 2011 (€ 279 miljoen). De EBITA daalde met 34% van € 20,1 miljoen naar € 13,2 miljoen, terwijl de nettowinst nagenoeg

halveerde van € 10,0 miljoen tot € 5,1 miljoen. De vergelijking met het eerste kwartaal van 2011 is echter niet maatgevend, aangezien vorig jaar een uitzonderlijk hoge omzet in TenCate Defender M (beschermende kleding voor Amerikaanse militairen) werd behaald. Aan het einde van het eerste kwartaal in 2012 trok de vraag vanuit het Amerikaanse leger weer aan. Orders zijn inmiddels ontvangen voor nieuwe projecten. De omzet in armourematerialen (bepantsering) in de Verenigde Staten lag op een lager niveau in vergelijking met het eerste kwartaal van 2011. Daarentegen bleef de markt voor aerospacecomposieten zich sterk ontwikkelen, wat ook op langere termijn als een belangrijke pijler onder de groei van TenCate kan worden beschouwd. Daarnaast worden markten ontwikkeld voor TenCate Industrial Composites (automotive, olie- & gaswinning en andere industriële toepassingen). Hierin past de recente acquisitie van het composietenbedrijf PMC Baycomp, die door de industriële markt, gelet op het aantal nieuwe aanvragen, als zeer positief wordt beschouwd. TenCate Industrial Composites beschikt momenteel over concrete projecten voor de automotivemarkt.

De omzetontwikkeling in geosynthetics en kunstgras was conform verwachting. TenCate Geosynthetics liet een voortzetting van de goede gang van zaken zien. Vooral in de Verenigde Staten was sprake van een goede ontwikkeling, die deels het gevolg is van nieuwe producten. In de Grass-groep was in de vezelproductie (upstream) nog geen herstel van de resultaten, mede als gevolg van het seizoenseffect. De downstreamactiviteiten ontwikkelden zich in de gewenste richting, mede ten gevolge van de in 2011 genomen maatregelen. Bij zowel TenCate Enbi (geen kernactiviteit) als Xennia Technology was de gang van zaken in lijn met de ontwikkelingen in het afgelopen jaar. Voor beide ondernemingen geldt dat Azië momenteel de meeste groeipotentie biedt.

TenCate handhaafde de eerder afgegeven prognose voor 2012 die eveneens op de jaarvergadering werd herhaald: Mede gelet op een aantal meerjarige contracten en grotere projecten die zijn gestart of in portefeuille zitten, verwacht TenCate een resultaat voor geheel 2012 te behalen dat minimaal op het niveau van 2011 zal liggen, onvoorziene omstandigheden voorbehouden.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 2,45 (2011: € 2,31), waarmee de aandelen TenCate tegen de huidige beurskoers van € 21,80 een bescheiden multiple van minder dan 9 maal de verwachte winst doen. Deze lage waardering is terug te voeren op de volatiele winstontwikkeling op kwartaalbasis, maar doet onzes inziens onvoldoende recht aan de groeiperspectieven van het unieke producten/diensten portfolio van TenCate. Na 2012 zal dit naar onze verwachting resulteren in een versterkte groei van de winst per aandeel. Met een weging van 8% is Koninklijke TenCate momenteel de zesde grootste holding in de portefeuille.

Hunter Douglas (raambekleding en architectonische producten) meldde de aankoop van de Deense fabrikant van raambekleding W.H. Produkter, die een jaarlijkse omzet van circa € 8 miljoen aan de groepsomzet toevoegt. W.H. Produkter telt 60 medewerkers en versterkt de positie van Hunter Douglas in de Scandinavische markt. Hunter Douglas kocht in de periode 2 april t/m 27 april voorts in totaal 27.146 eigen aandelen in als onderdeel van het aandeleninkoopprogramma tegen een gemiddelde beurskoers van € 31,92. Sinds de start van het programma zijn inmiddels 428.651 aandelen ingekocht voor een totaalbedrag van bijna € 13 miljoen, hetgeen een gemiddelde aankoopkoers van € 30,29 impliceert. Hunter Douglas moet derhalve nog 71.349 aandelen inkopen om de aangekondigde 500.000 stukken daadwerkelijk uit de markt te halen. Bij het huidige aankooptempo betekent dit dat het programma nog circa 2,5 maand zal lopen.

ASM International (toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie) rapporteerde resultaten over het eerste kwartaal die fors achterbleven bij de consensusverwachting. De Front-end activiteiten boekten een EBIT van slechts € 2,9 miljoen, waar de markt uitging van gemiddeld € 12,0 miljoen. ASMI gaf als verklaring een combinatie van efficiency verliezen en voorraadcorrecties. Back-end bleef eveneens achter bij de verwachtingen met een operationeel resultaat van € 19 miljoen waar ongeveer € 30 miljoen werd verwacht. De vooruitzichten voor het tweede kwartaal van 2012 wijzen op enig herstel, met name vanwege een fors hogere orderingang bij Back-end, welke gestalte kreeg na het Chinese Nieuwjaar. Op de komende algemene vergadering van ASMI op 15 mei a.s., zal gelegenheid zijn om met het bestuur van ASMI te discussiëren over mogelijkheden om de onderwaardering van de beurswaardering ASMI in vergelijking met die van ASM PT weg te werken. Thans belooft deze discount circa 35%. Vooruitlopend op de uitkomsten van deze discussie houden wij het belang van ASMI vooralsnog in portefeuille.

Neways Electronics International (electronic manufacturing services) heeft in de eerste drie maanden van 2012 een netto omzet gerealiseerd van € 73,3 miljoen, een lichte stijging ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar (€ 72,3 miljoen). De winst ontwikkelde zich volgens het management in lijn met de verwachtingen. De orderportefeuille ligt met € 68,0 miljoen licht boven het niveau van ultimo 2011 (€ 67,1 miljoen). De omzet van Neways lag in het eerste kwartaal historisch gezien op een hoog niveau. De vraag vanuit de medische sector bleef sterk. De vraag vanuit de halfgeleidersector bleef volatiel, maar liet in de eerste maanden van het jaar een positieve trend zien. Volgend op de begin dit jaar afgeronde herinrichting van de organisatie is de gang van zaken bij werkmaatschappij Neways Electronics Production in Kassel (Duitsland) in het eerste kwartaal naar verwachting. Het nieuwe management zal dit jaar verder werken aan het op peil brengen van de bezetting, waarbij de resultaten van deze werkmaatschappij naar verwachting voorlopig nog een drukkend effect op de winstgevendheid van Neways zullen hebben. In het lopende jaar zal onverkort worden ingezet op rendementsverbetering. Bij verschillende werkmaatschappijen binnen de groep blijft sprake van een aanzienlijk verbeterpotentieel. Neways zal daarbij met name sturen op verhoging van de bezettingsgraad en een meer flexibele inrichting van de organisatie. Voor 2012 taxeren wij een winst per aandeel van minimaal € 0,50 (2011: € 0,39) op grond van lagere verliezen in Duitsland, een aantrekkelijke conjunctuur in de halfgeleidersector en een enigszins lagere belastingdruk. Tegen de huidige beurskoers van € 5,17 wordt ruim 10 maal deze getaxeerde winst voor de aandelen Neways betaald.

Aalberts Industries (Industrial Services en Flow Control) meldde over de eerste drie maanden van 2012 een verdere versterking van de marktpositie. De orderpositie en de omzet namen toe, zowel in Industrial Services als in Flow Control. Er werd een, niet nader gekwantificeerd, goed resultaat behaald in beide activiteiten. De diverse gestarte investerings- en verbeterprojecten zijn verder vervolgd om de groei en efficiency te verhogen. Op basis van de intensieve marktcontacten, de brede spreiding van de marktportfolio, de solide orderpositie, een steeds actievere marktbenadering, de ontwikkeling van vele nieuwe producten en technologieën en een groot aantal initiatieven om de productie-efficiency verder te verbeteren, is – onvoorziene omstandigheden daargelaten – de verwachting van het management dat de winst per aandeel in 2012 verder zal toenemen. Wij hanteren een taxatie van € 1,45 (2011: € 1,36), waarbij een dit jaar hogere belastingdruk van circa 25% (2011: 21,6%) de vergelijkingsbasis bemoeilijkt. Tegen de huidige beurskoers van € 14,65 noteren de aandelen Aalberts Industries daarmee op een bescheiden multiple van circa 10 maal de verwachte winst. Het dividendrendement laat zich berekenen op 2,5%, uitgaande van een stabiele 25% pay-out ratio.

TKH Group (technische oplossingen) is voornemens het in Duitsland genoteerde Augusta Technologie AG over te nemen. Augusta Technologie is een geïntegreerd technologiebedrijf met een focus op de nichemarkten digitale beeldverwerking en optische sensoren. Het kernsegment Vision Technology richt zich op het aanbieden van digitale camera's en optische sensorsystemen voor automatisering en het vergroten van de kwaliteit, veiligheid en efficiëntie. De onderneming ontwikkelt en produceert zowel standaardproducten als klantspecifieke systemen voor een brede range van applicaties in een aantal sectoren, waaronder de maakindustrie, medische technologie, multimedia, verkeers- en beveiligingstechnologie. Augusta onderscheidt zich door haar internationale aanwezigheid en zeer goede klantenservice. In het boekjaar 2011 heeft Augusta een omzet van € 101,3 miljoen en een EBITDA van € 17,9 miljoen gerealiseerd. Nadat TKH Group op 3 april jl. € 21,- per aandeel had geboden voor de aandelen Augusta, verhoogde zij deze bieding op 25 april naar € 23,- per aandeel. Tegen deze waardering betaalt TKH Group circa € 176 miljoen voor Augusta. Inmiddels is TKH verzekerd dat meer dan 40% van de uitstaande aandelen onder deze bieding zullen worden aangeboden. Echter, de beurskoers van Augusta noteert thans € 23,70 en doet derhalve een premie boven de TKH-bieding. Voor TKH zou de definitieve overname van Augusta een wezenlijke versterking van de product portfolio betekenen. Door de overname ontstaat een toonaangevende vision-technologygroep die zich sterk richt op verticale markten zoals intelligente verkeersoplossingen, medische applicaties en industriële inspectie. De geografische aanvulling van TKH en Augusta biedt daarnaast beter toegang tot de belangrijke Amerikaanse en Aziatische markten. TKH spreekt zelfs de ambitie uit om de wereldwijde marktleider in de sterk groeiende vision-technologiemarkt te worden. De acquisitie valt binnen de eigen financieringscapaciteit van TKH, zodat geen verwatering van de winst per aandeel hoeft op te treden. Wij schatten de bijdrage aan de winst per aandeel, indien de overname succesvol wordt

afgerond, op ongeveer € 0,10 per aandeel. Vooralnog handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 1,55 (2011: € 1,44), waarmee de aandelen TKH Group tegen de huidige beurskoers van € 20,- worden verhandeld tegen circa 13 maal de verwachte winst.

Macintosh Retail Group rapporteerde over de periode 1 januari tot en met 21 april 2012 een omzetstijging van 8,4% van € 238,4 miljoen tot € 258,5 miljoen. Bij Fashion (hoofdzakelijk schoenen) steeg de omzet met 15,4% van € 170,1 miljoen naar € 196,3 miljoen, hetgeen vooral het gevolg was van de overname van Jones Bootmaker in de UK, die in de vergelijkbare periode van 2011 nog niet meetelde. De omzet bij de vergelijkbare activiteiten in Fashion steeg eveneens in het eerste kwartaal, vooral door Scapino dat profiteerde van de gunstige (winterse) weersomstandigheden begin februari 2012. Bij de andere schoenenformules was sprake van een wisselend beeld. De omzet bij de vergelijkbare activiteiten in Fashion daalde in april door slecht weer, vergeleken met dezelfde zomerse maand in 2011. Daarentegen is de vergelijkingsbasis met de maanden mei en juni 2011 weer een stuk gunstiger vanwege het slechte weer in deze periode. De omzet van Living (Kwantum) kwam € 6,1 miljoen lager uit op € 62,2 miljoen, een teruggang van 9,1% in vergelijking met dezelfde periode van 2011 (€ 68,3 miljoen). Deze daling was, volgens de Raad van Bestuur, in lijn met het marktbeeld. Zoals aangegeven zijn dit jaar, in tegenstelling tot 2011, de eerste (verlieslatende) maanden van Jones Bootmaker meegeconsolideerd. Dit resulteerde conform verwachting in een behoorlijk lager bedrijfsresultaat. Het is evenmin uit te sluiten dat het bedrijfsresultaat op halfjaarbasis hierdoor negatief zal uitkomen. In dit kader is tevens van belang dat de nog niet verkochte ketens Halfords en GP Décors een bescheiden drukkend effect op de resultaten kunnen hebben. De eerste maanden van het jaar zijn evenwel de minst belangrijke voor Macintosh Retail Group. Nagenoeg het gehele jaarresultaat wordt gerealiseerd in de tweede jaarhelft en daarvan weer de meerderheid in het laatste kwartaal.

Voor 2012 taxeren wij een winst per aandeel van minimaal € 1,00 (2011: € 0,82). Tegen de huidige beurskoers van € 9,26 wordt daarmee ruim 9 maal de verwachte winst van 2012 voor de aandelen Macintosh Retail Group betaald. Omdat er op korte termijn beperkt zicht is op een aanmerkelijke omzet- en/of margeverbetering gezien de zwakke consumentenbestedingen, is een veel hogere waardering niet erg aannemelijk. Echter, Macintosh is zeker een van de toonaangevende partijen die sterker uit deze recessie tevoorschijn zal komen. In een proces van internationale consolidatie in de non-foodsector heeft Macintosh eveneens het nodige te bieden. Macintosh is momenteel de kleinste holding in de portefeuille.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 mei 2012 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	11,6%
Brunel International	11,5%
Nedap	9,9%
Royal Imtech	9,7%
LBi International	9,3%
Koninklijke TenCate	8,0%
Hunter Douglas	7,9%
Amsterdam Commodities	7,4%
TMC Group	7,0%
ASM International	5,0%
Overige 4 ondernemingen	12,6%
Liquiditeiten en overige	0,1%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De eerste vier maanden van 2012 zijn qua koersontwikkeling uiterst voorspoedig verlopen. Uit de geregelde contacten die wij met de ondernemingen uit onze portefeuille onderhouden, klinkt ook een gepast optimisme ten aanzien van de groeiperspectieven in het vervolg van het jaar. Daarbij speelt de doorgaans zeer sterke financiële positie van onze ondernemingen een cruciale rol, waarbij volop in R&D, sales en marketing of in kansrijke acquisities wordt geïnvesteerd.

Omdat evenwel de macro-economische en zeker ook de politieke achtergrond verre van optimaal is, moet van tijd tot tijd rekening worden gehouden met korte, felle technische koersreacties.

Op basis van onze inzichten met betrekking tot de winstprogressie van onze veertien ondernemingen in 2012 en 2013 zien wij de nabije toekomst evenwel met vertrouwen tegemoet.

Wij gaan ervan uit het lopende jaar, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, met een bovengemiddeld netto totaalrendement (lees: > 10%) te kunnen afsluiten.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Karel Vogel
Willem Burgers

Amsterdam, 4 mei 2012