

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2012

Inleiding

De maand september vertoonde een gemengd beeld. Na de sterke koersstijgingen van de voorgaande maanden waren er winstnemingen in largecaps, waardoor de AEX-index 1,9% verloor op 323,18. Daarentegen waren er koerswinsten voor de Amsterdam Midkap-index, +2,9% naar 518,88, en de Amsterdam SmallCap Index, +1,6% naar 379,61.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 1,5% van € 29,45 naar € 29,90. Over de eerste negen maanden van 2012 bedraagt de netto totaalopbrengst van het Add Value Fund +22,8%.

Per 1 oktober 2012 is voor een bedrag van bijna € 37,6 miljoen belegd in 13 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt ruim € 41,2 miljoen, zodat er 8,9% van de portefeuillewaarde aan liquiditeiten worden aangehouden.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 oktober 2012 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 30,05
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 29,90
Fondsvermogen	€ 41.243.834
Aantal uitstaande aandelen	1.379.567

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	+22,80	+26,00
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+7,05	-20,78
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+15,18	-11,42
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+2,58	-33,78

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 28/09/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 27/09/2012)

Peildatum: 28/09/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	LBI International	+95,4	+6,9	-1,7	+1,9
2.	TMC Group	+56,2	+2,7	+6,7	+8,7
3.	Nedap	+43,0	+20,3	+17,2	-0,4
4.	Brunel International	+40,4	+2,9	+9,0	-2,0
5.	Acomo	+39,9	+9,5	+12,2	+10,5
6.	ASM International	+39,2	-9,3	-12,5	-6,5
7.	Aalberts Industries	+24,0	-9,9	+14,1	+2,6
8.	UNIT4	+14,2	-3,5	+4,4	+6,4
9.	TKH Group	+7,1	-20,2	-4,0	0,0
10.	Hunter Douglas	-2,2	-9,7	-4,6	+0,9
11.	Royal Imtech	-3,4	-14,3	+9,4	-0,1
12.	Neways Electronics Int.	-6,1	-5,3	+10,7	+8,1
13.	Koninklijke TenCate	-22,8	-31,2	-14,8	-6,0
14.	Macintosh Retail Group	-29,9	-16,7	+0,4	+0,5

- In september realiseerden 8 van de 14 deelnemingen (= 57%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren 9 van de 14 ondernemingen (= 64%) een positieve koersperformance;
- **Acomo** en **TMC Group** waren in september de *starperformers*. Acomo presenteerde beter dan verwachte halfjaarcijfers, waarna analisten hun winsttaxaties en koersdoelen licht naar boven bijstelden. De outperformance van TMC Group was een reactie op een relatief sterke koersdaling in augustus;
- **ASM International** en **Koninklijke TenCate** waren *underperformers* in september. De beurskoers van ASMI stond onder druk door signalen van een stagnerende orderingang in de halfgeleidersector (o.a. Intel). Voor Koninklijke TenCate lijkt 2012 een verloren jaar te zijn nu uitdagende marktomstandigheden voor onderbezettingsverliezen in kunstgras leiden en de inkomsten uit Defender-M tijdelijk bescheiden zijn als gevolg van Amerikaanse budgetbeperkingen die mede samenhangen met de komende presidentsverkiezingen. De perspectieven voor omzet- en winstgroei op de middellange termijn blijven evenwel intact.

Mutaties in de portefeuille

In september verkochten wij de gehele positie in **LBI International**. Ofschoon de bieding van Publicis op alle uitstaande aandelen LBI International (€ 2,85 per gewoon aandeel, overnamesom € 428 miljoen) aan de onderkant van onze verwachtingsrange (€ 3,25 – 3,50) bleek te liggen, menen wij dat de kans op een substantieel (= tenminste 9%) hogere bieding verwaarloosbaar klein is. LBI meldde reeds in juni in gesprek te zijn met meerdere partijen om te worden overgenomen. In 2010 traden enkele bekende private equity partijen (Carlyle, Janivo, Cyrt) aan als (financieel) aandeelhouder, bij welke gelegenheid het search engine bedrijf Bigmouthmedia werd ingebracht in LBI International tesamen met een cashbedrag ter grootte van € 50 miljoen. Deze nieuwe aandeelhouders stapten destijds in op een koers van € 1,00 en verkopen twee jaar later tegen bijna drie keer de initiële investering.

Wij kijken al met al terug op een lucratieve belegging in de snel groeiende social media sector. Met name dit jaar heeft LBI International een belangrijke bijdrage geleverd aan de positieve totaalopbrengst van het Add Value Fund.

Bedrijfsnieuws

Wij brachten een bedrijfsbezoek aan **Nedap**. De onderneming uit Groenlo profileert zich als een fabrikant van intelligente technologische oplossingen in het kader van maatschappelijk relevante thema's. Voldoende voedsel voor een groeiende bevolking, schoon drinkwater over de hele wereld, slimme netwerken voor duurzame energie zijn slechts een paar voorbeelden van onderwerpen waar Nedap zich mee bezighoudt. *"Altijd gericht op technologie die er toe doet."*

Met een autonome omzetgroei van maar liefst 31% (gecorrigeerd voor het effect van de beëindigde toeleveringsactiviteiten) tot € 83,7 miljoen en een toename van de nettowinst van 78% tot € 6,6 miljoen toonde Nedap bij de publicatie van de halfjaarcijfers overtuigend aan dat het bedrijfsmodel naar volle tevredenheid functioneert. Bestuursvoorzitter Ruben Wegman benadrukt dat het niet reëel is om te verwachten dat de huidige extreem hoge autonome groei kan worden gehandhaafd. Het feit dat de groei *"er nu uitspuit"* is feitelijk het gevolg van een viertal strategische acties die vier jaar geleden, bij de start van de financiële crisis, zijn ingezet:

- Concentratie op Nedap-producten en -diensten. De activiteiten gericht op toelevering, die een cyclisch karakter kenden en bovendien relatief laag rendeerden, werden stapsgewijs afgebouwd. Dit proces is begin 2012 afgerond. Nedap realiseert inmiddels een operationele marge van 10%, conform de doelstelling van de directie;
- Een versterking van de commerciële slagkracht. Nedap werd lang getypeerd als een uitvindingsbedrijf met onvoldoende aandacht voor de commerciële resultaten. Anno 2012 heeft Nedap sterke product-markt combinaties gevestigd in onder andere het Verre Oosten (met name de sterk groeiende Agri-markt in China), de Verenigde Staten (met Automatic Vehicle Identification, waterzuivering en lichttechnologie), Duitsland (het succes van de PowerRouter) en het Midden Oosten (security management);
- Een toenemend deel van de inkomsten heeft het karakter van wederkerende omzet. Dit aspect komt het sterkst naar voren in de Healthcare sector in Nederland. Ooit begonnen met een slim apparaatje voor urenregistratie is Nedap Healthcare uitgegroeid tot leverancier voor het hele zorgproces in Nederland. In langdurige zorg is Nedap Healthcare marktleider en rode draad in iedere zorgorganisatie. Dagelijks werken zo'n 50.000 zorgprofessionals met Nedap Healthcare;
- Een focus op de toegevoegde waarde per medewerker. Gedurende de afgelopen jaren is het accent nadrukkelijk verlegd naar hoog opgeleide medewerkers in vaste dienst. Daarbinnen heeft een inhaalslag plaatsgevonden naar software-ontwikkelaars en commerciële specialisten. In dit kader is het veelzeggend dat Nedap momenteel 40 vacatures heeft op een medewerkerstotaal van 702 (= 5,7%), waarvan tien direct betrekking hebben op softwareontwikkeling en twaalf op sales- en marketingfuncties.

Nedap zal voortgaan op het pad van geleidelijke autonome expansie. Daarbij vertrouwt men volledig op de eigen inventiviteit en financiële slagkracht (solvabiliteit: 39,8% per medio 2012). Acquisities komen niet voor in het vocabulair van het management. Betaalde goodwill wordt eigenlijk als een teken van zwakte beschouwd.

Daarnaast staat een hoge dividend pay out hoog in het vaandel. Traditioneel wordt 75 – 90% van de jaarwinst contant uitgekeerd aan aandeelhouders.

Voor 2012 taxeren wij een winst per aandeel van € 2,25 (2011: € 1,64) en een dividend van € 1,68 (2011: € 1,23) uitgaande van een pay out ratio van 75%.

De aandelen Nedap noteren thans € 27,25, ofwel tegen een K/W verhouding van 12,1 maal de verwachte winst 2012 en een verwacht dividendrendement van 6,2%.

Royal Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) maakte bekend dat het in de UK nieuwe maintenance-orders heeft verworven ter waarde van € 45 miljoen. In Europa – en dus ook in de UK – is Imtech een van de leidende technische onderhoudsbedrijven. In de UK biedt Imtech aan talloze klanten een breed scala van technologische totaaloplossingen op het gebied van onderhoud en beheer. Technologische oplossingen worden steeds complexer en vragen om specifieke technische kennis. Klanten concentreren zich steeds vaker op hun *core business*, specificeren hun gewenste output en vragen Imtech deze output vanuit een totale technologische visie te realiseren. Dit vraagt om

gedegen kennis van primaire en secundaire processen. Vanuit deze filosofie is Imtech steeds vaker betrokken bij technologische beheerprojecten. In de UK is Imtech actief op het gebied van gepland, proactief en correctief technologisch onderhoud in diverse marktsegmenten, waaronder luchthavens, publieke en private gebouwen, industriële- en productiegebouwen, retail, datacenters en waterzuiveringsinstallaties. Lange termijn onderhoudscontracten werden onlangs verworven of vernieuwd bij klanten als General Medical Council, Capital Shopping Centres, Suffolk County Council, Manchester Airport Group, Land Securities Retail en de Trinity Mirror Group. Imtech verwierf tevens een order ter waarde van € 34 miljoen voor duurzame technologische oplossingen in het nieuw te realiseren Karolinska Ziekenhuis in Stockholm in Zweden. In de Zweedse zorgsector is de positie van Imtech sterk groeiend. Technologie wordt hier steeds belangrijker. Door bundeling van activiteiten en diensten is Imtech in staat om als multidisciplinaire technologiepartner te acteren en in te spelen op de vraag naar energiezuinige technologische voorzieningen in combinatie met de hoogste eisen op het gebied van hygiëne en veiligheid. Mede op basis van de duurzame Imtech-oplossingen zal het Karolinska Ziekenhuis na voltooiing in 2017 een separate milieucertificering aanvragen, waarmee het het eerste milieu-gecertificeerde ziekenhuis ter wereld zal worden.

De aandelen Royal Imtech noteren thans € 21,-. Tegen deze beurskoers bedraagt de K/W verhouding voor het lopende boekjaar een bescheiden 9,5 maal de verwachte winst van tenminste € 2,20 (2011: € 2,05). Het dividendrendement komt uit op 3,6% wanneer wordt uitgegaan van een dividend van € 0,75 (2011: € 0,70).

Wij brachten een bedrijfsbezoek aan **Amsterdam Commodities** en spraken met bestuursvoorzitter Stéphane Holvoet. Eind augustus rapporteerde Acomo beter dan verwachte halfjaarcijfers. Bij een omzetstijging van 11% van € 271,4 miljoen naar € 300,6 miljoen werd een nettowinst van € 13,0 miljoen (H1 2011: € 11,7 miljoen) geboekt, eveneens een toename van 11%. Deze resultaten weerspiegelden de continuering van de sterke handelsprestaties van de groepsmaatschappijen en waren mede te danken aan de koersstijging van de US dollar ten opzichte van de euro, die gemiddeld 8% bedroeg in de eerste helft van het jaar. Deze ontwikkeling vertaalde zich direct in de winstbijdrage van theehandelaar Van Rees en zadenproducent en -distributeur Red River Commodities die volledig in US dollars handelen en rapporteren. Alle groepsactiviteiten waren in het eerste halfjaar van 2012 winstgevend, waarbij Catz International (specerijen, noten en gedroogde vruchten) wederom de grootste bijdrage aan omzet en resultaat leverde. Met uitzondering van King Nuts & Raaphorst (noten en rijstcrackers), die werd getroffen door lagere verkoopvolumes en -marges en door een tijdelijke Chinese exportstop van rijstcrackers, zagen de overige werkmaatschappijen hun resultaten groeien. De vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar zijn, als altijd, lastig voorspelbaar gezien de volatiele prijsontwikkeling van vele voedingsgrondstoffen en producten. Ook de invloed van de heftigste hittegolf in de Verenigde Staten van de afgelopen 56 jaar op de omzet en resultaten is ongewis. Structureel groeit Acomo echter stevig door. Het bouwen van een nieuwe fabriek voor het verwerken van zonnebloempitten in Lubbock, Texas, verloopt voorspoedig en zal vanaf volgend jaar aan de omzet en resultaten gaan bijdragen. De Top-10 klanten van Red River zijn goed voor circa 65% van de omzet van € 115 miljoen. Daarbij is een belangrijke rol weggelegd voor PepsiCo-dochter Fritolay dat met een omzet van US\$ 12 miljard op jaarbasis een grootmacht is in de Amerikaanse *convenience food business*. Het allergeenvrije product Sunbutter (een alternatief voor pindakaas), ofwel *sunflower seed bread*, ontwikkelt zich voor Red River steeds meer tot een marketing succes. Ofschoon de behaalde omzetten in dit product, dat inmiddels is goedgekeurd door de Federal School Agency, nog beperkt zijn (circa US\$ 10 miljoen op jaarbasis) lijkt een sterke groei in de komende jaren alleszins aannemelijk. Omdat Acomo geen marketing/sales organisatie is, zal mogelijk verkoop of licencering worden overwogen, hetgeen in een aantrekkelijke (boek)winst zou kunnen resulteren. Met de Amerikaanse voedingsmiddelenmultinational Cargill werd een exclusief distributiecontract afgesloten voor de Benelux om een ruim assortiment Cargill producten (zetmeel, zoetstoffen, dextrose en texturizers) te gaan distribueren. Acomo beschouwt de keuze van Cargill als een *stamp of approval* voor haar voedingsingrediëntendochters Tefco en Snick. Een conservatieve aanname is dat deze overeenkomst op jaarbasis € 10 – 20 miljoen omzet zal opleveren met een EBIT-bijdrage van circa € 1 miljoen. Tevens meldde het Acomo-management het interim dividend met € 0,02 te verhogen tot € 0,15 per aandeel. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 1,25 (2011: € 1,13), waarmee de aandelen Acomo tegen de huidige beurskoers van € 13,50 op 10,8 maal de verwachte winst worden

verhandeld. Bij een verwacht contant dividend van € 0,70 per aandeel (2011: € 0,65) komt het dividendrendement op een aantrekkelijke 5,2%.

Wij hebben de winsttaxaties van **Koninklijke TenCate** voor de jaren 2012 en 2013 neerwaarts bijgesteld. De voornaamste aanleiding voor deze aanpassing is de constatering dat TenCate, bij de huidige samenstelling van de product portfolio en onder de vigerende marktomstandigheden, uiterst gevoelig is voor uitstel/afstel van (semi-)overheidsbestedingen. Dit betreft enerzijds de leveringen van het hoog renderende Defender-M beschermingsmaterieel aan de Amerikaanse strijdkrachten. De aanstaande verkiezingen in de Verenigde Staten hebben geleid tot een voorlopig nagenoeg stilvallen van de uitleveringen, een trend die overigens al waarneembaar was in het zwaar tegenvallende tweede kwartaal. Weliswaar onderkent TenCate een toenemende vraag naar het met Defender-M vergelijkbare Tecasafe Plus materiaal (o.a. voor brandbeveiliging in industriële toepassingen), maar deze markt bevindt zich pas in de beginfase van, naar verwachting, een sterke groei in de komende jaren. Daarnaast ontwikkelt de kunstgrasmarkt zich evenmin positief, waarbij de druk op overheidsbudgetten een belangrijke verklarende factor vormt. Dit leidt op korte termijn tot onderbezettingsverliezen bij de productiefaciliteit in Dubai.

Daarenboven houden wij rekening met een (bescheiden) reorganisatielast ter financiering van de voorgenomen reductie van het aantal arbeidsplaatsen met circa 450 werknemers, hetgeen een positief EBITA-effect van circa € 25 miljoen op jaarbasis teweeg moet brengen.

Wij verlagen onze taxatie van de winst per aandeel 2012 van € 1,60 naar € 1,15 (= tweemaal het eerste halfjaarresultaat 2012) – vergeleken met het topjaar 2011 toen € 2,31 per aandeel werd verdiend. Voor 2013 voorzien wij een herstel tot € 1,75 per aandeel. Vanaf 2014 komen vervolgens weer recordresultaten binnen bereik, omdat TenCate dan de vruchten zal gaan plukken van lopende investeringsprogramma's in met name digitale procesinnovatie voor textielgerelateerde applicaties, de nu in opbouw zijnde marktgroep Industrial Composites, alsmede de verdere uitbouw van de marktgroep composieten ten behoeve van de aerospace industrie.

Onze winsttaxaties liggen respectievelijk 35% en 29% onder de marktconsensus. Omdat het perspectief van TenCate op middellange termijn onveranderd positief is, handhaven wij vooralsnog de aandelenpositie in de portefeuille. Het dividendrendement van 4,25% op basis van een getaxeed (en verlaagd) keuzedividend van € 0,75 per aandeel geeft bij de huidige beurskoers van € 17,60 enige bescherming tegen een mogelijke koerscorrectie.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 oktober 2012 betreffen:

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

*exclusief optiepositie

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De aandelenmarkten tenderen de laatste weken voorzichtig omhoog. De gecoördineerde maatregelen van de centrale banken ECB en FED, alsmede de centrale banken in het Verre Oosten, hebben geleid tot een zeker herstel van vertrouwen onder beleggers. In eerste instantie heeft dit gestalte gekregen in een hernieuwde activiteit van strategische en financiële beleggers waar het beursgenoteerde small- en midcaps betreft. In september waren de biedingen op LBi International en farmaciegroothandel Mediq hiervan het eerste bewijs. Nadat al eerder dit jaar Logica en HITT werden overgenomen.

Omdat de beurswaarderingen – *zowel absoluut als relatief* – van de deelnemingen in onze portefeuille in historisch perspectief naar onze mening niet overdreven hoog zijn de vooruitzichten op verdere koersstijgingen veelbelovend.

Tegelijkertijd memoreren wij de zeer lage vergoedingen op vastrentende beleggingen, zowel deposito's als langer lopende bedrijfs- als staatsobligaties, waartegen de huidige waardering van de Add Value Fund portefeuille positief reflecteert.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het lopende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen K/W verhouding van circa 11 maal en een bruto dividendrendement van 3,75%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 3 oktober 2012