

MAANDBERICHT OVER MAART 2012

Inleiding

De maand maart toonde een gemengd beeld. De AEX-index daalde 0,2% naar 323,51. De small- en midcaps presteerden daarentegen beter: de Amsterdam Midkap-index steeg 2,4% naar 543,52 en de Amsterdam SmallCap Index klom met 4,3% naar 427,39.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 5,3% van € 29,66 naar € 31,22. Over het eerste kwartaal van 2012 bedraagt de waardeverhoging 24,9%.

Per 2 april 2012 is voor een bedrag van € 44,7 miljoen belegd in 14 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 44,0 miljoen. Er was sprake van een debetpositie van 1,6%.

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

Beurskoers	€ 31,38
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 31,22
Fondsvermogen	€ 44.044.649
Aantal uitstaande aandelen	1.410.707

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	+24,88	+28,08
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+3,95	-23,08
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+16,37	-10,51
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,93	-27,74

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/03/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/03/2012)

Peildatum: 30/03/2012

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	LBI International	+50,0	+82,9	+54,5	+17,1
2.	TMC Group	+25,0	+52,1	+53,4	+28,7
3.	Acomo	+12,0	+27,8	+19,1	+1,4
4.	ASM International	+4,2	+53,5	+26,8	+2,5
5.	TKH Group	+0,2	+34,2	+20,1	+16,3
6.	Brunel International	-0,5	+36,4	+45,0	+10,1
7.	Nedap	-5,7	+18,8	+11,7	+2,7
8.	Aalberts Industries	-7,4	+37,6	+19,4	+2,0
9.	Imtech	-8,5	+12,7	+19,7	-4,7
10.	UNIT4	-9,4	+18,4	+18,9	+2,2
11.	Hunter Douglas	-9,6	+8,3	+12,0	-2,5
12.	Koninklijke TenCate	-9,9	+12,2	+22,5	+6,7
13.	Neways Electronics	-33,0	-0,8	+9,3	-5,8
14.	Macintosh Retail	-44,9	-15,9	+7,4	+6,4

- In maart realiseerden 11 van de 14 deelnemingen (= 79%) een positieve performance. Vijf van de 14 ondernemingen (= 36%) noteren een positieve performance op een 12-maands basis;
- De pure dienstverleners in de portefeuille (**LBI**, **TMC**, **Brunel**) presteren bovengemiddeld. De re-rating van LBI International en TMC Group sorteerde een sterk positief effect op de performance in maart;
- **Neways Electronics** 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 maart werden de belangen in **Hunter Douglas** en **LBI International** licht gereduceerd als gevolg van geringe redemptions.

Bedrijfsnieuws

Brunel International (internationale detachering) presenteerde zoals verwacht uitstekende cijfers over 2011. De groepsomzet steeg met 36% tot € 980 miljoen, terwijl het bedrijfsresultaat met 72% toenam tot € 64,4 miljoen. De onderliggende groeitrend bleef in het vierde kwartaal van 2011 intact met een omzetsijging (jaar-op-jaar) van 36% tot € 291 miljoen en een toename van het bedrijfsresultaat van 53% tot € 20,1 miljoen. Met name de sterke groei van Brunel Energy was opvallend. De Duitse expansie werd enigszins getemperd door capaciteitsproblemen: er zijn eenvoudigweg te weinig account managers om de markt optimaal te kunnen bedienen. In Nederland wint Brunel nog altijd marktaandeel in een aanhoudend moeilijke markt.

▪ **Energy**

Brunel is overtuigd van haar leidende positie in deze markt. Concurrenten zijn private ondernemingen (veelal in handen van private equity) zoals Orion, Fircroft, Groupe Air en NES Global Talent. De financiële slagkracht van deze spelers is aanzienlijk kleiner dan die van Brunel, zodat vaste klanten vrijwel altijd voor Brunel kiezen. Met een omzetgroei van 41% (van € 454 miljoen naar € 642 miljoen) en een EBIT-stijging van 51% van € 20 miljoen naar € 30,1 miljoen versloeg Brunel Energy in 2011 alle prognoses van analisten. De vier grote offshoreprojecten in Australië (Kipper Tuna, North Rankin/Montara en Gorgon) zorgden voor een vliegwieleffect. Omdat het grote Gorgon-project *full on steam* komt dit jaar en de pijplijn van potentiële opdrachten goed is gevuld, ziet de toekomst er zonnig uit. Er zit overigens niet veel opwaartse ruimte in de marges. Een gemiddelde marge van 6 – 7% is het maximaal haalbare (Q42011: 6,2%). Voor het lopende jaar wordt een omzettoename van tenminste 10% in het

voorzicht gesteld. Er is op middellange termijn sprake van een stevige orderingang, waardoor de zogenaamde *visibility* van te verwachten omzet en resultaat is toegenomen. De stijgende olieprijs is een duidelijke aanjager voor de Energy sector.

▪ **Duitsland**

Brunel is nummer drie in deze markt na Verschau (private onderneming, 2 -2,5 maal groter dan Brunel) en Adecco-dochter Euro Engineering. In Duitsland doet de 80 – 20 regel opgeld: 20% van de klanten is goed voor 80% van de omzet. Brunel rekent alle belangrijke automotivespelers tot haar klanten, maar vooral ook de betrokken toeleveranciers. Daarnaast is onder andere Siemens een belangrijke klant, terwijl ook aan de scheepswerven in het noorden (Rostock) veel ingenieurs worden geleverd. Volgens Brunel is de concurrentie in de huidige markt niet zo relevant. De markt is dusdanig *booming*, dat er alles aan gelegen is zo snel mogelijk zoveel mogelijk account managers aan te stellen. Van de drie kandidaat-account managers slaagt er echter slechts één. Van de 32 kantoren (+2 in 2011) voldoet nu ongeveer tweederde aan de interne doelstellingen tegen 50% een jaar eerder. Naar verwachting zal de overhead nog zeker tot in 2013 omhoog gaan. Dit jaar worden naar verwachting vijf nieuwe kantoren geopend, waarbij de beoogde managers eerst proefdraaien in een bestaande vestiging. Brunel wint marktaandeel in Duitsland. De omzet nam in 2011 met 38% toe tot € 152,3 miljoen (2010: € 110,7 miljoen), waar Verschau en Euro Engineering naar verluidt een omzetgroei van slechts 14-16% boekten. De brutomarge steeg licht van 38,2% naar 38,8%; het bedrijfsresultaat klom van € 8,2 miljoen naar € 21,6 miljoen – marge van 7,4% naar 14,2%.

▪ **Nederland**

Brunel Nederland boekte in 2011 een omzetstijging van 18% van € 132,9 miljoen naar € 156,2 miljoen. Het bedrijfsresultaat steeg met 47% tot € 17,9 miljoen (2010: € 12,2 miljoen), ofschoon de brutomarge 1% kromp tot 33,7%. (Vergelijk met Duitsland waar de brutomarge 5%-punten hoger ligt!).

Brunel deed het vorig jaar vooral goed in engineering (o.a. ASML) en vanaf het vierde kwartaal in Finance, waar jaar-op-jaar een groei van 50% werd gerealiseerd. Met name aan Rabobank, Achmea, Robeco (nieuwe klant ten koste van Welten) en Deutsche Bank werden meer specialisten geleverd. Dit sterke groeimomentum lijkt zich door te zetten in 2012.

Conclusie: Brunel zal naar verwachting in 2012 wederom een sterke autonome groei realiseren. Daardoor zal dit jaar tevens het recordresultaat van 2008 (WPA € 1,96) worden overtroffen. Op jaarbasis achten wij een groei van ruim 20% van de winst per aandeel haalbaar tot € 2,25 (2011: € 1,83). Het dividend per aandeel kan alsdan verder omhoog tot € 1,00 (2010: € 0,90, 2009: € 0,80). Tegen de huidige beurskoers van € 33,- wordt aldus 14,6 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Brunel International betaald en bedraagt het dividendrendement op basis van de komende uitkering van € 0,90 circa 2,7%.

De cijfers van **Hunter Douglas** (raambekleding, architectonische producten) over 2011 vielen onder aan de streep tegen. De nettowinst daalde met 49,3% van US\$ 152,8 miljoen naar US\$ 49,3 miljoen bij een lichte stijging van de omzet van 5,2% van US\$ 2.445 miljoen naar US\$ 2.573 miljoen. De winst per aandeel daalde van € 3,24 naar € 1,57. Het contante dividend per aandeel bleef gehandhaafd op € 1,25, waardoor de pay out steeg van 38,6% naar 79,6%. Wanneer wordt gecorrigeerd voor hogere eenmalige herstructureringslasten van US\$ 31,4 miljoen (2010: US\$ 17,0 miljoen) en het negatieve resultaat op de beleggingsportefeuille van US\$ 18,6 miljoen (2010: positief resultaat van US\$ 11,2 miljoen), bedroeg de winst per aandeel € 2,58 (2010: € 2,64), een teruggang van 2,3% en meer maatgevend voor de onderliggende operationele gang van zaken.

Het vierde kwartaal 2011 bracht een marginale (+0,1%) stijging van de omzet tot US\$ 643,2 miljoen. Daarmee maakte het omzetaandeel van Q4 precies eenkwart uit van de jaaromzet 2011 (bovendien inclusief aandeel van in 2011 verrichte acquisities), waaruit volgt dat het omzetmomentum neerwaarts is gericht. Onder normale marktomstandigheden is het vierde kwartaal van het boekjaar qua omzet en winstgevendheid het meest zwaarwegend. Het management noemde als een van de weinige positieve punten in de Q4-cijfers dat de brutomarge voor het eerst

weer hoger uitkwam, te weten: 43,2% versus 42,2% in Q4 2010. Daarmee werd het effect zichtbaar van de vorig jaar uitgevoerde reorganisaties (en in 2010 voorzien in de resultaten) die voor circa 90% betrekking hadden op de verdere afstemming van de productielocaties in de Verenigde Staten en Europa op de lagere vraag naar HD-producten als gevolg van de lage economische groei. De voor 2012 voorziene reorganisaties hebben daarentegen voor circa 50% betrekking op het terugdringen van de algemene en administratieve kosten die vorig jaar nog met 7,5% stegen van US\$ 308 miljoen naar US\$ 331 miljoen. De nadruk van het treffen van deze voorziening viel overigens in het vierde kwartaal, te weten US\$ 23,7 miljoen op een jaartotaal van US\$ 31,4 miljoen.

CEO Ralph Sonnenberg meldde voorts dat de beleggingsportefeuille in 2012 geheel zal worden afgebouwd en in eigen beheer zal worden voortgezet. Eind vorig jaar kende de beleggingsportefeuille nog een omvang van US\$ 192 miljoen (eind 2010: US\$ 143 miljoen). De opbrengst zal worden aangewend ter verlaging van de schuldpositie.

Hunter Douglas behaalde in 2011 een rendement op het eigen vermogen van 6,7%. Desgevraagd bevestigde CEO Sonnenberg dat het interne target op 15% ligt. Dit correspondeert met een winst per aandeel van € 4,83. Het is niet erg waarschijnlijk dat dit reeds in 2012 wordt gerealiseerd, gezien de slechte consumentenmarkten in Noord-Amerika en Europa, maar dat het management vastbesloten is deze doelstelling binnen enkele jaren te benaderen is wel volstrekt duidelijk. Tegen de huidige beurskoers van € 31,- is Hunter Douglas bescheiden gewaardeerd. De onderneming zal de komende maanden het restant van het aandeleninkoopprogramma gaan invullen. Het betreft nog circa 100.000 stuks op een totaal van 500.000 aandelen. CFO Leen Reijtenbagh ontkende dat Hunter Douglas voornemens is de beursnotering te beëindigen. Indien het Amerikaanse economische herstel doorzet en ook de aandelenmarkten in een goede stemming blijven, mag op een koersherstel richting € 40,- worden gerekend, ofwel een opwaarts koerspotentieel van bijna 30% exclusief het dividendrendement van 4%.

Acomo (Amsterdam Commodities) zag in 2011 de geconsolideerde omzet met 52% toenemen tot € 571 miljoen (2010: € 375 miljoen). De nettowinst bedroeg € 26,2 miljoen (2010: 15,5 miljoen) en vertoonde derhalve een stijging van 69%. De winst uit continue bedrijfsactiviteiten steeg met 47% tot € 26,8 miljoen (2010: € 18,2 miljoen). Deze resultaten weerspiegelen de sterke performance van alle groepsmaatschappijen. Daarnaast droegen de in 2010 geacquireerde activiteiten voor het eerst een heel jaar bij aan de jaarresultaten. Dit betreft de resultaten van Red River Commodities (sourcing, verwerking en distributie van eetbare zaden, met name zonnebloempitten) en Van Rees Group ('s werelds grootste onafhankelijke theehandelaar en –distributeur) die in 2010 voor slechts acht maanden bijdroegen en van King Nuts & Raaphorst (noten en rijstwafels) voor drie maanden. Volgens managing director Stéphane Holvoet waren de marktomstandigheden in 2011 bijzonder uitdagend: *“De prijzen van voedingsgrondstoffen stegen naar nieuwe recordniveaus, waarbij Acomo opnieuw haar waarde als solide handelspartner wist te bewijzen. Onze ervaren handelaars overtroffen de verwachtingen om aan de vraag van de markt en aan de wensen van de klanten te beantwoorden. De hiermee behaalde resultaten waren uitstekend.”*

De winst per aandeel bedroeg € 1,13 (2010: € 0,865), een stijging van 31%. Het dividend wordt verhoogd van € 0,50 naar € 0,65 per aandeel, een toename van 30%.

Traditioneel doet Acomo geen uitspraak over het te verwachten resultaat in het lopende boekjaar. Wel werd gemeld dat de handelsactiviteiten in de eerste twee maanden van 2012 globaal op het niveau van vorig jaar lagen. Wij voorzien voor 2012 een stabiele tot licht hogere winst per aandeel van € 1,15 – 1,20, onvoorziene omstandigheden voorbehouden. Mocht Acomo erin slagen een nieuwe, winstverhogende acquisitie te doen, dan behoort een hogere winsttaxatie beslist tot de mogelijkheden.

Tegen de huidige beurskoers van € 12,30 wordt ruim 10 maal de verwachte jaarwinst 2012 voor de aandelen Acomo betaald en komt het dividendrendement op 5,3%.

De opbrengsten van **TMC Group** stegen in 2011 met 25,1% tot € 52,7 miljoen (2010: € 42,1 miljoen). De opbrengsten zijn gestegen door een hoger gemiddeld aantal werkondernemers. Daarnaast hebben hogere tarieven en een hogere productiviteit bijgedragen aan de groei van de opbrengsten. Het bedrijfsresultaat nam met 70,1% toe van € 4,7 miljoen tot € 8,0 miljoen. Als percentage van de opbrengsten steeg het bedrijfsresultaat naar 15,3% (2010: 11,2%). De winst per aandeel steeg van € 0,94 naar € 1,63 (+73%). Het contante dividend werd vastgesteld op € 1,00 per aandeel (2010: € 0,50). Het dividendbeleid werd aangepast in die zin dat vanaf heden het dividend zal bestaan uit een vast en een

variabel deel. Het vaste deel betreft een pay out van 50%, terwijl het variabele deel jaarlijks afhankelijk is van diverse factoren, zoals financiële resultaten, cashbehoefte, groeikansen en vermogenspositie.

Ofschoon het management geen concrete uitspraak deed ten aanzien van het te verwachten resultaat in het lopende boekjaar, wijzen alle indicatoren op een verdergaande stijging. Uit het jaarverslag over 2011: *"Aan de aanbodzijde is het evident dat er een groeiend tekort aan Bèta's is en dat dit tekort zal toenemen. Recente cijfers, gepubliceerd in Het Financieele Dagblad, laten zien dat de totale vraag tot 2016 naar HBO en hoger opgeleiden 114.800 mensen is. Het aanbod is naar schatting 79.300, hetgeen een tekort van circa 30% inhoudt. De vooruitzichten voor 2012 zijn gebaseerd op deze groeiende vraag en afnemend aanbod. TMC is zich bewust van de kansen. Wij zien dat wij een bijdrage kunnen leveren en een groei kunnen bewerkstelligen vanwege de aantrekkingskracht van ons bedrijfsmodel en het zorgvuldig opgebouwde netwerk aan de kandidatenkant."* Op basis van deze inzichten hanteren wij een verdere stijging van de winst per aandeel naar € 1,85 (+13%) evenals een opnieuw hoger dividend van € 1,20 (+20%). Tegen de huidige beurskoers van € 15,- worden de aandelen TMC Group verhandeld op circa 8 maal de getaxeerde winst en komt het getaxeerde dividendrendement op 8%.

ASM International (toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie) rapporteerde resultaten over het vierde kwartaal die enigszins aan de onderkant van de verwachtingen van analisten bleken te liggen. De Front-end activiteiten boekten een omzet van € 114 miljoen (+10% in vergelijking met het derde kwartaal) en ook beter dan verwacht, maar door een lagere marge en hogere R&D-kosten kwam het operationele resultaat uit op slechts € 9,5 miljoen, hetgeen ruim onder de marktverwachting van circa € 13 miljoen was. Back-end bleef licht achter bij de verwachtingen met een operationeel resultaat van € 18 miljoen waar ongeveer € 21 miljoen werd verwacht. De vooruitzichten voor het eerste kwartaal van 2012 zijn eveneens terughoudend, maar het management voorziet een herstel voor beide segmenten vanaf het tweede kwartaal, hetgeen thans al zichtbaar zou zijn in de orderingang. Uit de winst per aandeel van € 2,76 in 2011 is ASMI voornemens een contant dividend van € 0,50 (2010: € 0,40) te betalen. Op de komende Algemene Vergadering van Aandeelhouders ASMI op 15 mei a.s. zal gelegenheid zijn om met het bestuur van ASMI te discussiëren over mogelijkheden om de onderwaardering van het aandeel ASMI in vergelijking met die van ASM PT weg te werken. Thans belooft deze discount een recordniveau van ruim 40%. Vooruitlopend op de uitkomsten van deze discussie houden wij het belang van ASMI vooralsnog in portefeuille.

De resultaten van **TKH Group** (technische oplossingen) over 2011 kwamen licht lager uit dan de gemiddelde analistentaxatie. Hieraan lag met name een afzwakkende marktvraag in de tweede helft van het jaar in Industrial Solutions ten grondslag. Bovendien werd er volop dóór geïnvesteerd in de organisatie en werden enkele acquisities gedaan die aankoop- en integratiekosten vergden. Tenslotte waren de marktomstandigheden in Building Solutions uitdagend, hetgeen enige margedruk teweeg bracht.

Over geheel 2011 steeg de omzet met 18,8% tot € 1.061 miljoen, waarbij de stijging afvlakte van +30,1% in het eerste halfjaar tot +8,2% in het tweede halfjaar. De EBITA nam met 22,8% toe tot € 90,1 miljoen, waarvan € 46,3 miljoen werd gerealiseerd in de eerste helft van het jaar en € 43,8 miljoen in de tweede zes maanden. Hier vlakte het winstmomentum in vergelijking met de overeenkomstige periode van 2010 af van +52,5% in het eerste halfjaar tot +1,8% in het tweede halfjaar.

Gezien de onzekere economische omstandigheden acht TKH het nog te vroeg om voor 2012 een winstverwachting uit te spreken. Zoals gebruikelijk zal ernaar worden gestreefd bij de presentatie van de halfjaarcijfers in augustus een verwachting uit te spreken voor de jaarwinst 2012. Er moet rekening worden gehouden met een stabiel tot lager halfjaarresultaat. Binnen Industrial Solutions is de orderportefeuille ultimo 2011 gedaald ten opzichte van het voorgaande jaar. Daarenboven blijven de marktomstandigheden in de bouw- en constructiesector onveranderd uitdagend. Daartegenover staat dat de continue innovatie- en investeringskracht TKH over de gehele linie een competitief voordeel oplevert dat geleidelijk in een vergroot marktaandeel wordt omgezet. Verdere groei in het bandenbouwsegment kan de resultaten van TKH in betrekkelijk korte tijd – vanwege de aanwezige leverage – naar nieuwe hoogten voeren, op z'n vroegst in de tweede helft van dit jaar.

De groei van de nettowinst zal dit jaar overigens mede worden beperkt door de betrekkelijk lage belastingdruk in 2011 van 22,3% (2010: 24,7%), waar genormaliseerd een tarief van circa 25% geldt.

Voor geheel 2012 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,55 (2011: € 1,44). Het dividend per aandeel kan alsdan verder stijgen naar € 0,80 (2011: € 0,75; 2010: € 0,61). Tegen de huidige beurskoers van € 20,20 worden de aandelen gewaardeerd op 13 maal de getaxeerde winst van dit jaar en komt het dividendrendement op 3,7%.

Macintosh Retail Group realiseerde over 2011 een omzet van € 875,2 miljoen, een stijging van 6,3% in vergelijking met 2010. Deze stijging was het gevolg van de overname van de Engelse schoenenketen Jones Bootmaker. De omzet van de vergelijkbare activiteiten binnen de groep daalde echter met 3,5%.

In Nederland, waar Macintosh nog steeds het belangrijkste deel van haar omzet realiseert, daalde de index van het consumentenvertrouwen aan het eind van vorig jaar naar het absolute dieptepunt van de afgelopen 25 jaar (-40). De koopbereidheid vertoonde eenzelfde dalende trend. In België en het Verenigd Koninkrijk was de situatie vergelijkbaar. De economische omstandigheden en de gedaalde koopbereidheid vertaalden zich in Nederland in een daling van de non-food detailhandelsmarkt met 1,0% volgens het CBS. De drie voor Macintosh relevante schoenenmarkten (Nederland, België en het Verenigd Koninkrijk) vertoonden gedurende het jaar een wisselend beeld, mede veroorzaakt doordat in de traditionele topweken van de seizoenen sprake was van zeer ongunstige weersomstandigheden.

Daarnaast was er sprake van minder bezoekers aan stadscentra en woonboulevards. In alle drie de schoenenmarkten was sprake van een substantiële stijging van de online bestedingen. Tegen deze sombere achtergrond realiseerde Macintosh een bedrijfsresultaat van € 29,6 miljoen (2010: € 42,4 miljoen) in Fashion (hoofdzakelijk schoenen) en van € 9,6 miljoen (2010: € 9,0 miljoen) in Living (Kwantum). De nettowinst kwam uit op € 98,8 miljoen (2010: € 40,1 miljoen), met name gestuwd door een ruime boekwinst op de verkoop van BelCompany aan Vodafone. De winst per aandeel uit te continueren activiteiten bedroeg vorig jaar € 0,82 (2010: € 1,41). Het dividend per aandeel werd vastgesteld op € 0,70, bestaande uit een regulier deel van € 0,33 en een extra dividend van € 0,37 (2010: € 0,67). De solvabiliteit steeg van 44,5% naar 57,6%, gestuwd door voornoemde verkoop van BelCompany, en verschaft Macintosh Retail Group een solide basis om de gevolgen van de zwakke conjunctuur te kunnen weerstaan.

Voor 2012 taxeren wij een winst per aandeel van tenminste € 1,- welke naar verwachting grotendeels in de tweede helft van het boekjaar zal worden gerealiseerd. Immers, de bijdrage van Jones Bootmaker, dat in 2012 een vol jaar meedraait in de consolidatie, is traditioneel in het eerste kwartaal verlieslatend.

Tegen de huidige beurskoers van € 10,65 wordt daarmee minder dan 11 maal de verwachte *depressed earnings* 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. Derhalve handhaven wij vooralsnog onze positie.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
LBi International	11,8%
UNIT4	11,1%
Imtech	10,6%
Brunel International	10,5%
Koninklijke TenCate	8,9%
Nedap	8,7%
Hunter Douglas	7,7%
Amsterdam Commodities	7,0%
TMC Group	6,9%
ASM International	5,3%
Overige 4 ondernemingen	13,1%
Liquiditeiten en overige	-1,6%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het eerste kwartaal van 2012 is 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, omdat volop in R&D 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 veel vertrouwen tegemoet.

Wij gaan ervan uit het lopende jaar, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, met een bovengemiddeld totaalrendement te kunnen afsluiten.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Karel Vogel
Willem Burgers

Amsterdam, 5 april 2012

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen