

TIE Holding NV

"Goede uitgangspositie voor groei"

Juni 2011

Waarde Propositie Rapport

© 2011 Investablisth BV.

Alle rechten voorbehouden. Niets uit dit rapport mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige andere wijze, hetzij elektronisch, door fotokopieën, opnamen of op andere wijze, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Investablisth BV. Modellen, onderzoeksgegevens, technieken en instrumenten, waaronder ook software, die zijn gebruikt voor de uitvoering van de opdracht of zijn opgenomen in het advies of het onderzoeksresultaat blijven het eigendom van Investablisth BV. Aan de uitkomsten van dit rapport kunnen geen rechten worden ontleend.

L.S.,

Op de AVA van 16 maart 2011 verklaarde de CEO van TIE dat een grote overname vereist is in het komende jaar om aan het vijfjarenplan te kunnen voldoen. Dienovereenkomstig, heeft de Raad tijdens de Vergadering goedkeuring van aandeelhouders gekregen om het recht van uitgifte van nieuwe aandelen, obligaties, opties of warrants zonder voorkeursrecht te verlengen met 18 maanden.

Dit is een belangrijke strategische verbintenis die de toekomst van TIE aanzienlijk zou kunnen veranderen. Toch bleek uit de Algemene Vergadering van Aandeelhouders dat de focus ongewijzigd blijft als het gaat om de verkoop van Content Syndication software in samenwerking met CNET en de verkoop van TIE MamboFive E-commerce software in samenwerking met Progress Software in de VS. Deze ontwikkelingen zullen niet per definitie leiden tot minder aandacht voor de Business Integration business. Voor wat betreft het laatstgenoemde heeft TIE niet alleen SmartBridge en eVision6 ontwikkeld om haar huidige klanten te bedienen, maar ook om nieuwe klanten te verwerven. Daarnaast is TIE nog steeds voornemens om de functionaliteiten van de drie platformen in één platform te integreren, de Totaal Geïntegreerde E-Commerce oplossing.

Waar staat TIE op dit moment? Onzes inziens is TIE haar donkere periodes gepasseerd. De vraag die overblijft is: hoe snel kan TIE stappen vooruit maken? We zien vijf obstakels die een snelle voortgang, met inbegrip van een succesvolle realisatie van een overname, belemmeren.

1. **Spanwijdte van controle:** Gegeven één bestuurslid, 4 continenten die worden bediend, drie business lines en een voorgenomen overname gaan we ervan uit dat TIE's ambitie wordt beperkt.
2. **Commerciële afhankelijkheid:** TIE's kracht is de verkoop van haar producten met de hulp van externe partners, zoals Epicor en Medius. Maar de verkoop van met name content syndication wordt vooral gedaan door CNET.
3. **Omzetsdaling van Business Integration:** De verkoop van BI-licenties zijn dalende en zou zelfs verder zijn verslechterd als Epicor niet zo succesvol is geweest in de verkoop van deze oplossing in haar eigen ERP-systemen.
4. **VS omzetgroei:** Gezien de verkoop van content syndication in samenwerking met CNET en BI in samenwerking met Epicor plaatsvindt in de VS, zou men een hogere groei verwachten dan die is gemeld in de eerste helft van 2011.
5. **Informatievoorziening aan beleggers:** Additionele rapportage en daarmee de mogelijkheid van het managen en het evalueren van de toegevoegde waarde van de verschillende business lines is vereist. Niet alleen voor een externe belegger om de kansen af te wegen, maar ook voor de onderneming om tijdig te kunnen handelen, indien nodig.

Gezien de bovenstaande observaties, vermoeden wij dat TIE geleidelijk de kwaliteit van de winsten kan verbeteren, maar dat de groei versneld zou kunnen worden als aanvullende maatregelen worden genomen om de commerciële activiteiten van TIE te versterken alvorens TIE een ander bedrijf of business line overneemt. Omdat de content van content syndication een vak apart is in het algehele spel, is de alliantie met alleen CNET wellicht niet voldoende om industrie-brede erkenning te krijgen. Dit houdt in dat naast CNET, andere content providers essentieel worden om mee samen te werken. Gezien het feit dat CS vooralsnog met name een Amerikaanse aangelegenheid is, is een versterking van het Amerikaanse team, door middel van het inbrengen extra anciënniteit in het team, het overwegen waard.

Al met al, het ergste is voorbij, doch er zijn nog een aantal valkuilen die de positieve koers die TIE reeds heeft ingezet kunnen dwarsbomen. TIE heeft nu nog geen continue instroom van nieuwe CS orders, maar zodra dat het geval is, zal de koop kans in het aandeel van TIE wellicht niet zo interessant zijn, gegeven het feit dat nieuwe orders bekend worden gemaakt en het risico-rendement plaatje wordt herzien. Voor nu raden wij aan om de kaspositie van TIE als een KPI van haar SaaS business te monitoren.

Tot slot, adviseren wij het aandeel te accumuleren als het bedrijf signalen laat zien, die aantonen dat de onderneming serieus is met het aanvangen van het oplossen van de vijf hierboven genoemde zaken.

Juni 2011

Investablisth

Corporate Advisory Boutique

Dorpsstraat 2a

1182 JD Amstelveen

Nederland

Bob Out

Managing Director

Email: bob.out@investablisth.com

Telephone: +31 (0)20 893 28 88

Mobile: +31 (0)6 46 255 883

Richard Lim

Associate Director

Email: richard.lim@investablisth.com

Telephone: +31 (0)20 893 28 38

Mobile: +31 (0)64 363 43 08

Brian Wong

Capital Market Specialist

Email: brian.wong@investablisth.com

Telephone: +31 (0)20 893 28 38

Mobile: +31 (0)62 679 87 65

TIE's business overzicht FY 2010

In navolging van het Investablsh Value Proposition verslag van maart 2010, doen we aan de hand van het onderhavige rapport een update van TIE's waardepropositie. In het algemeen wijken de behaalde financiële resultaten af van onze eerdere voorspellingen. De Software as a Service (SaaS) inkomsten hebben niet voldaan aan de voorspelde niveaus, wat resulteerde in ongeveer EUR 600k lagere inkomsten dan verwacht. Verder hebben een aantal onvoorziene eenmalige posten eveneens een negatief effect gehad op het financiële resultaat van TIE, in totaal voor EUR 1.4mln.

Aan de andere kant liet TIE's business over 2010 ook diverse positieve ontwikkelingen zien. In juni 2010, maakte TIE bekend dat Capgemini Retail Solutions voor haar EDI-Platform voor het FreeConnect van TIE heeft gekozen (EDI staat voor Electronic Data Interchange; het uitwisselen van (elektronische) documenten tussen leveranciers en klanten) om hun huidige communicatie systeem te vervangen. Tevens heeft TIE aangekondigd dat TIE Kinetix' US EDI-software, de eVision applicaties, door Epicor op exclusieve basis op de markt wordt gezet voor haar klanten. Epicor bedient 20.000 klanten in meer dan 150 landen en is TIE's strategische partner voor business integration software-oplossingen. Royal Malaysian Customs heeft ook gekozen voor het TIE Kinetix Business Integration Platform als nieuwe oplossing voor al hun EDI messaging.

Met betrekking tot TIE's content syndication business, zijn er nieuwe klanten verworven. In samenwerking met CNET Content Solutions, TIE's wereldwijde strategische partner voor de content syndication business, heeft Lenovo gekozen voor het TIE Kinetix Content Syndication Platform. Door TIE's content syndication software was het mogelijk voor Siemens Enterprise Communications om hun Digital Channel Partner Program nu ook in het Chinees te lanceren. Microsoft UK verlengde het contract met TIE na het realiseren van een toename van de online conversiegraad van hun kantoorproducten.

TIE's e-commerce business liet ook een aantal positieve ontwikkelingen zien. Zo werd T-Mobile voor het eerst klant en heeft KPN Hi het contract verlengd met twee jaar. Verder heeft TIE de overname van MamboFive afgerond.

Content aanvoer

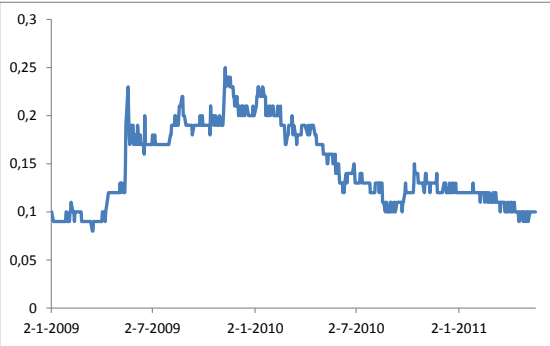
In 2009 zijn de ICT-uitgaven/investeringen van bedrijven gedaald, met name in het professionele dienstverleningssegment van de ICT-sector was dit het geval. Vervanging van software werd veelal uitgesteld zoals er ook in budgetten werd gesneden. Bedrijven zijn dan ook op zoek gegaan naar goedkopere alternatieven en/of oplossingen. Software as a Service is een aantrekkelijke oplossing in deze veranderende Umwelt. Dit business model wordt steeds gebruikelijker en de verwachting is dat het SaaS-model als de standaard zal worden aangenomen.

Websites met puur en alleen content worden langzamerhand steeds minder aantrekkelijk voor de consument, terwijl e-commerce websites steeds meer aan populariteit winnen. Websites dienen namelijk niet alleen informatie te bevatten, maar dienen de bezoekers ook in staat te stellen aankopen te doen via de website. Gegeven het feit dat de consument de laatste technologieën continu blijft volgen, zullen ondernemingen deze ontwikkelingen eveneens in de gaten moeten houden. Vanuit dit perspectief, zal ook gecontroleerde distributie van data/gegevens richting een groot aantal resellers ten behoeve van een eenduidige marketingsverhaal, m.a.w. content syndication, aan relevantie toenemen.

Huidige marktkapitalisatie

Koers (14 juni 2011)	EUR 0.108
Uitstaande aandelen	84.60mln
Marktkapitalisatie	8.46mln
Kaspositie (13 maart 2011)	EUR 544k

Koersontwikkeling



Financiële gegevens

In EUR 000's	2009H	2010H	2011 6M
Totale inkomsten	11,190	11,013	5,438
Operationeel resultaat	759	(1,393)	208
Winst voor belasting	726	(1,455)	206
Winst na belasting	530	(1,926)	100

Volgens een SEC filing heeft WebCollage, een leverancier van geavanceerde online merchandising software oplossingen, in november 2010 USD 1mln opgehaald in de kapitaalmarkt. Dit brengt het totaal van opgehaalde kapitaal tot op heden door WebCollage rond de USD 50mln. Deze ontwikkeling ondersteunt de toenemende relevantie alsmede de verschuiving richting de ontwikkeling van innovatieve en waarde toevoegende e-commerce oplossingen. De ingezette consolidatie in de sector, o.a. de fusie tussen GXS en Inovis, de acquisitie van ATG door Oracle (voor USD 1mrd), GSI Commerce door eBay (voor USD 2.4mrd) en het ingenomen belang van Wm Morrison in FreshDirect (10% voor USD 50mln), vormen eveneens de basis voor onze aannames in deze. Met name in de voeding en drank sector zijn de ontwikkelingen groot met betrekking tot het aanbieden van de producten via webwinkels. Zo zijn FreshDirect en Ocado grote spelers in respectievelijk de US en de UK. De samenwerking met NewCo Food Retail is voor TIE dan ook een gunstige ontwikkeling op het gebied van de e-commerce business.

De software oplossingen

- **Business Integration:** TIE's BI software oplossingen stellen klanten in staat om de eigen applicaties en processen te koppelen aan die van hun leveranciers. Daarnaast is het mogelijk om door middel van de BI software de informatiestromen binnen de gehele supply chain te integreren.

TIE's business integratie oplossingen kunnen worden verdeeld in vier productlijnen, te weten eVision, EDI B2B Managed Service Solutions, SmartStart (low-end) en de in mei 2011 gelanceerde SmartBridge (high-end).

- **Content Syndication:** TIE's CS software oplossingen (het TIE Kinetix Content Syndication Platform) omvatten brand management en digitale kanaalmarketing oplossingen. Deze oplossingen dienen ervoor om de content die door resellers wordt gebruikt, voor wat betreft productinformatie, te managen en te controleren, teneinde een consistente marketing en brand management van onderneming te waarborgen.

TIE heeft een wereldwijde strategische partnership met CBS/CNET, hierna te noemen CNET. CNET verzamelt informatie van allerlei producten en staat op 37^{ste} plek van meest bezochte website op het internet. Door het ter beschikking stellen van een gedigitaliseerde catalogus van de producten van TIE's klanten, is het mogelijk voor haar resellers een selectie te maken van de benodigde productinformatie. Deze TIE-oplossing is volledig geautomatiseerd en stelt de klanten van TIE in staat een uniforme boodschap van hun product over de websites van de verschillende resellers te verkondigen.

- **E-Commerce:** TIE's E-Commerce Platform (de MamboFive Commerce Suite) is een gestandaardiseerde oplossing voor webondernemingen en stelt hen in staat om een volledige online webshop voor B2B alsmede B2C doeleinden te creëren. Een tal van kenmerken van TIE's EC oplossing zijn: snelheid om te marketen, volledige controle over de webshop voor de eigenaar, catalogus management en een volledige integratie met bestaande ERP systemen zoals Exact, Unit4, Oracle en SAP.

Kort overzicht

TIE Holding ("TIE") is een Nederlandse software onderneming die voornamelijk in Nederland en Amerika opereert. De onderneming ontwikkelt, verkoopt en distribueert software en services in de B2B integratie sector via een netwerk van dochterondernemingen en resellers. TIE verkoopt drie verschillende software oplossingen, te weten Business Integratie oplossingen (BI), Content Syndication oplossingen (CS) en E-Commerce oplossingen (EC). Met rond de 100 werknemers en een totale omzet van ongeveer EUR 11mln in 2010, is TIE een middelgrote speler in de software industrie. De onderneming staat genoteerd aan de beurs van Amsterdam (NYSE Euronext) sinds maart 2000 (Bloomberg ticker "TIE NA") en de koers staat op dit moment op EUR 0.108 per aandeel (14 juni 2011).

Geschiedenis

TIE is opgericht in 1987 en begon als een Electronic Data Interchange (EDI) provider, gespecialiseerd in de voeding en distributie segmenten in Nederland.

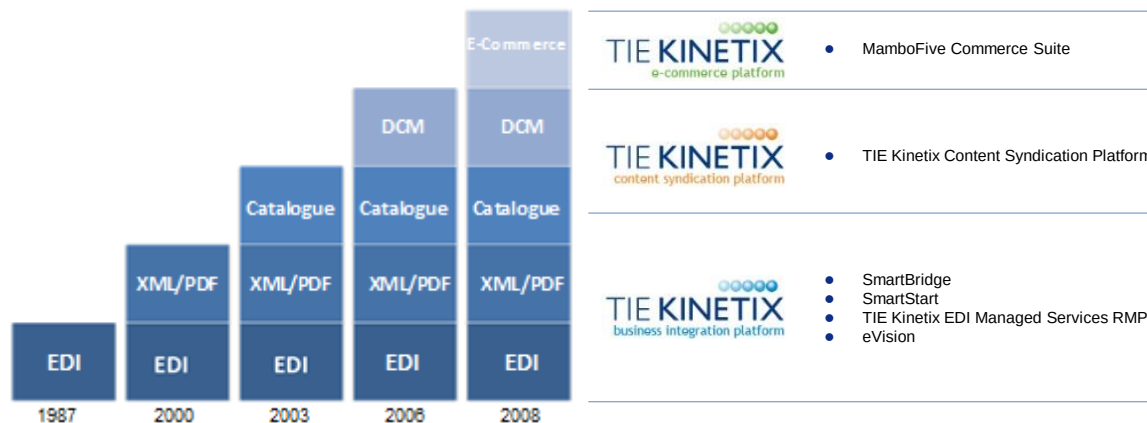
In **2000** deed de onderneming een IPO en was zij genoteerd aan de Amsterdamse beurs als een internetonderneming. In datzelfde jaar introduceerde TIE Extensible Markup Language (XML) ondersteuning en was TIE een van de eerste ondernemingen, die E-invoicing oplossingen aan ondernemingen aanbood.

In **2003** startte TIE, mede door de introductie van de Radio Frequency Identification (RFID) technologie, aan de ontwikkeling van een geavanceerde Catalog Management product in combinatie met een verificatie systeem.

Door de acquisitie van Digital Channel (DC) in **2006**, voegde TIE een front-end marketing oplossing aan haar back-end business integratie productportfolio. Alvorens consumenten een product aankopen, oriënteert men zich op product- en marketinginformatie. Deze informatie dient ter beschikking worden gesteld op het punt van verkoop, wat mogelijk wordt gemaakt door Digital Channel.

In **2008** voegde TIE een e-commerce oplossing aan haar productportfolio. De e-commerce oplossing kan een shop-in-shop oplossing zijn, maar kan ook geheel separaat draaien. Met deze oplossing is TIE tevens een 100% e-commerce provider geworden.

Tegenwoordig bestaat TIE's productenpakket uit 3 platforms, te weten de Business Integration (EDI, XML/PDF en Catalogus), Content Syndication (Digital Channel Marketing) en E-Commerce.



Figuur 1. Product overzicht.

De Missie, de Visie, het Doel en de Principes

- TIE heeft als doelstelling een verdere uitbreiding en groei van de omzet voor de drie business lines. Naast de technologische doorontwikkeling van de huidige software oplossingen alsmede het inspelen op business kansen, is TIE eveneens voornemens het huidige business model geleidelijk om te zetten naar een Managed Services SaaS model.
- De drie software oplossingen vormen tezamen een totaal geïntegreerde e-commerce oplossing, die de totale e-commerce value chain bedient. TIE zit in de laatste fase van de ontwikkeling van TIE's Totaal Geïntegreerde E-Commerce oplossing en verwacht deze in het tweede halfjaar van FY2011 te lanceren.
- De posities van TIE's BI, CS en EC oplossingen in het Magic Quadrant laten zien dat TIE's commerciële kundigheid en vermogen van uitvoering verbeterd dienen te worden. Daarentegen, ten aanzien van TIE's technische capaciteiten en het vermogen van uitvoering is er niks op aan te merken. Inzake TIE's visie, geloven wij dat het management een goede kijk heeft op de BI markt en haar commerciële positie daarin. Voor wat betreft de Content Syndication oplossingen is er nog veel business en marktaandeel voor TIE te behalen, aangezien zowel de verticale als de horizontale marktpenetratie zich nog in de beginfase bevinden. Op het gebied van de E-Commerce business, menen wij dat TIE niet alleen met haar visie in de verschuiving naar een Totaal Geïntegreerde E-Commerce oplossing, maar ook op technologisch vlak, een van de voorlopers is in de industrie.

De ontwikkeling van het eigen vermogen

- In de voedsel en drank sector in Nederland heeft TIE de grootste gemeenschap van bedrijven die is aangesloten aan het TIE Kinetix Business Integratie Platform. Mede door de strategische partnership met Epicor, verwachten wij voor de tweede helft van het fiscale jaar 2011 een verdere groei van BI omzet en een marktpenetratie in Amerika. Voor wat betreft de strategische partnership met Medius, verwachten wij additionele BI revenuen vanaf het derde kwartaal fiscaal jaar 2011 te kunnen waarnemen.
- In fiscaal jaar 2010 heeft TIE haar eerste grote CS klanten in Amerika en Europa aan zich weten te binden, respectievelijk Lenovo en Hitachi. Daarenboven zijn Intel en Cisco een pilot gestart om TIE's Content Syndication Platform voor haar resellers te evalueren. Wij verwachten voor fiscaal jaar 2011 dat additionele revenuen via CNET Content Solutions een kleine groei laat zien. Vanaf 2012 verwachten wij een sterke groei in SaaS inkomsten, die elk jaar aanzienlijk oplopen.
- Op het gebied van e-commerce heeft TIE haar solide positie in de telecom sector, gegeven een relatief grote clientèle van kleinere resellers zoals Debitel en GSM express, weten te versterken door naast KPN Hi eveneens T-Mobile als klant binnen te halen. We verwachten dat TIE in staat is om meerdere grote telecom ondernemingen (bijvoorbeeld Vodafone) als klant te verwerven, doordat TIE met KPN Hi en T-Mobile bewijst dat TIE's E-Commerce Platform de voorkeur geniet boven die van de directe concurrentie. Daarnaast is het ook zeer aannemelijk dat additionele e-commerce oplossingen bij de bestaande klanten wordt geïmplementeerd.
- Met de strategische partnership met Newco Food Retail, welke in april 2011 publiekelijk kenbaar is gemaakt, betreedt TIE een nieuw marktsegment, de online food retail segment, met een innovatieve e-commerce oplossing. In samenwerking met Newco Food Retail ontwikkelt TIE een nieuwe generatie e-commerce oplossingen voor de verkoop en levering van vers voedsel tezamen met persoonlijke voedingsmanagement tools. Deze nieuwe generatie tools zullen volledig worden gebouwd op TIE's huidige EC software. Het nieuwe contract met Newco Food Retail betreft een tweejarig contract met een totale waarde van EUR 250k.
- Als we de omzetten van de drie business lines over de jaren 2009 en 2010 analyseren, constateren wij dat de omzet van content syndication en van e-commerce zijn gestegen met respectievelijk EUR 100k en EUR 300k. De omzet van de business integration software daalde met ongeveer EUR 600k. Deze daling is te wijten aan de daling van zowel de SaaS als de Managed Services inkomsten uit de BI business. De omzet van content syndication en e-commerce als percentage van de totale omzet voor de jaren 2009 en 2010 groeide respectievelijk van 6% naar 7% en 7% naar 9%. Het feit dat zowel de content syndication als e-commerce business voor een groot deel uit SaaS-inkomsten bestaat met een terugkerend omzetpatroon en lage operationele kosten, maakt deze groei in beide business lines erg interessant.
- Wij veronderstellen dat de omzetgroei van de BI business voor de jaren 2011-2015 beperkt blijft. Het nieuwe EDI systeem (SmartBridge) zal voornamelijk ten goede van de SaaS-inkomsten van BI komen. Wij verwachten dat de grootste omzetgroei in de CS business kan worden gerealiseerd.

- Voor 2011 verwachten wij voor BI een totale omzet van EUR 8.05mln, die oploopt naar EUR 8.55mln in 2015. Wij verwachten voor CS de grootste stijging in omzet: in 2011 verwachten wij dat TIE een CS omzet genereert van EUR 1.2mln, die oploopt naar EUR 4.65mln in 2015. De omzet die wordt gegeneerd uit de EC activiteiten zal in onze voorspelperiode meer dan verdubbelen: EUR 1.1mln in 2011 en EUR 2.4mln in 2015. Wij merken op dat de totale kosten niet dienovereenkomstig met de inkomsten stijgen, omdat SaaS opbrengsten onder andere worden gekenmerkt door lage operationele kosten.

De ontwikkeling van het vreemd vermogen

- De kredietfaciliteit van de Rabobank is op 28 februari 2011 ten einde gekomen. De beëindiging van de kredietfaciliteit heeft geen navenante druk gelegd op de kasstromen van TIE, opdat deze makkelijk kon worden gefinancierd door de interne positieve kasstromen.
- In april 2011 heeft TIE 2.393.617 nieuwe aandelen geplaatst als gevolg van de conversie van converteerbare obligaties. The converteerbare obligaties met een totale waarde van EUR 450k en een conversiekoers van EUR 0.188 zijn geconverteerd naar gewone aandelen TIE Holding NV. Het totaal aantal uitstaande aandelen als gevolg van de conversie van de converteerbare obligatie bedraagt thans 84.595.421.

De ontwikkeling van risico's

- In Q4 van fiscaal jaar 2010 heeft TIE een schadevergoeding betaald aan Samar van EUR 804k groot. Dit bedrag zou nog kunnen worden verlaagd danwel verhoogd afhankelijk van de uitkomst van de lopende juridische procedure inzake de vaststelling van de schade. TIE heeft een beroep ingediend en wacht een verdere procedure af.
- In maart 2011 hebben TIE en CMC hun geschil bijgelegd inzake de intellectuele eigendomsrechten van de CS software. Op basis van het gemeenschappelijk akkoord, heeft TIE de aanvraag voor het hoger beroep d.d. mei 2010 laten vallen.
- Gegeven de geprognoseerde groei van omzet voor wat betreft nieuwe SaaS business binnen de verschillende business lines, bestaat het risico dat TIE wordt geconfronteerd met financiële liquiditeitsproblemen aangezien de SaaS-inkomsten over de gehele contract periode zijn uitgesmeerd. De initiële implementatie en opstartkosten zullen wel direct worden gefactureerd, echter de revenuen om alle andere operationele kosten te dekken volgen pas in de maanden van de totale contractduur.

De financiële duurzaamheid

- Om het volledige groeipotentieel binnen de e-commerce markt te kunnen benutten, is van belang dat TIE haar activiteiten parallel aan de e-commerce business processen van haar klanten uitzet. In reactie alsmede inspeland op de veranderende business omgeving van klanten, heeft TIE de technologie van een totaal geïntegreerde e-commerce oplossing ontwikkeld.
- Tijdens de Global Partner Conference van Progress Software Corporation in januari 2011, ontving TIE de SaaS-Excellence Award. Deze prijs eert degenen wier deelname aan SaaS-programma's heeft geleid tot zeer innovatieve oplossingen resulterend in indrukwekkende commerciële successen binnen hun markt.
- Hoewel TIE grote stappen heeft gemaakt in de ontwikkeling van de totaal geïntegreerde e-commerce oplossing, is het cruciaal om in het ontwikkelingsproces continu de korte termijn mijlpalen en doelen te monitoren en te managen. Het is duidelijk dat de concurrentie binnen deze industrie hevig is en dat bedrijven dezelfde richting opgaan. De recente acquisitie van ATG door Oracle, de additionele kapitaalinjectie in WebCollage en de strategisch partnership tussen Intershop en GSI Commerce, ondersteunen onze redenering.

De ondernemingsreputatie

- In de afgelopen jaren is TIE er niet in geslaagd om te voldoen aan de verwachting dat een ommekeer in de maak was. Het management van TIE ondervond tegenslag na tegenslag. De onduidelijkheid over de uitkomst van de rechtszaak met Samar was ook een van de belangrijkste ontwikkelingen die hieraan heeft bijgedragen.
- In de commerciële markt worden TIE's business integratie-oplossingen als goed en betaalbaar ervaren. TIE's klantentevredenheid in deze business schommelt rond de 98%. De recente lancering van het CS platform in samenwerking met CNET is eveneens goed ontvangen: klanten kunnen duidelijk het verschil zien. Een vergelijkbare tendens geldt ook voor TIE's EC platform en de wijze waarop deze oplossing door klanten wordt ervaren.

De Algemene Vergadering van Aandeelhouders

- Tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders gehouden op 16 maart j.l., zijn alle agendapunten en voorstellen goedgekeurd.
- In termen van corporate governance menen wij dat het goedgekeurde voorstel van agendapunt 12, de verlenging van de machtiging van de Raad van Bestuur voor uitgifte van aandelen, opties, warrants en converteerbare obligaties en beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht, niet in het beste belang van alle aandeelhouders is.

De waardering

- De behaalde resultaten in fiscaal jaar 2010 en onze verwachtingen voor de periode 2011-2015 omtrent de inkomsten en de kosten van TIE zijn samengevat in het overzicht op de volgende pagina.
- In onze Discounted Cash Flow analyse zijn we uitgegaan van een risicovrije rentevoet van 3.7%, beta van 1.3, corporate governance risicopremie van 5.3%, rente premie (credit spread) van 6%, risicopremie van het verdienmodel van 5%, belastingpercentage van 25% en een verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen van 60% / 40%. Deze parameters leveren een gewogen gemiddelde kostenvoet van 12%. Op basis van deze gewogen gemiddelde kostenvoet, geeft onze Discounted Cash Flow analyse een geïmpliceerde propositie waarde van een TIE aandeel aan van EUR 0.23. Vergeleken met de huidige koers van EUR 0.108 (14 juni 2011) impliceert onze Discounted Cash Flow analyse dat de huidige koers niet de volledige waardepropositie van TIE weergeeft.

Winst-en-verliesrekening	Jaar 2010	Jaar 2011	Jaar 2012	Jaar 2013	Jaar 2014	Jaar 2015
Totaal Inkomsten	11.013	10.850	12.100	13.500	14.850	16.100
Directe inkoopkosten	1.307	1.200	1.270	1.290	1.360	1.360
Bruto Winst	9.706	9.650	10.830	12.210	13.490	14.740
Bruto Marge	88,1%	88,9%	89,5%	90,4%	90,8%	91,6%
Totaal operationele kosten	10.425	8.725	9.670	9.900	9.985	9.980
Winst voor afschrijvingen	(719)	925	1.160	2.310	3.505	4.760
Winst voor afschrijvingen %	(6,5%)	8,5%	9,6%	17,1%	23,6%	29,6%
Afschrijvingen	674	600	600	600	600	600
Impairment	-	-	-	-	-	-
Winst voor belasting en rente	(1.393)	325	560	1.710	2.905	4.160
Winst voor belasting en rente %	(12,6%)	3,0%	4,6%	12,7%	19,6%	25,8%
Buitengewone baten (lasten)	-	-	-	-	-	-
Rentelasten (baten)	62	60	-	-	-	-
Winst voor belasting	(1.455)	265	560	1.710	2.905	4.160
Belastingen	41	50	100	150	200	250
Mutatie latente belastingverplichtingen	430	200	200	200	200	200
Netto Winst	(1.926)	15	260	1.360	2.505	3.710
Netto Winst %	(17,5%)	0,1%	2,1%	10,1%	16,9%	23,0%
Winst per aandeel	(0,02)	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04
Winst per aandeel (rekening houdend met verwatering)	(0,02)	0,00	0,00	0,01	0,02	0,03

Bron: Investablisth analyse.