

Halfjaarbericht 2012

Add Value Fund N.V.

een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal
gevestigd te Amsterdam, Nederland

Inhoudsopgave

Profiel.....	3
Kerncijfers	5
Directieverslag	6
Halfjaarcijfers 2012	16
Balans per 30 juni 2012	17
Winst- en verliesrekening 1 januari – 30 juni 2012.....	18
Kasstroomoverzicht 1 januari – 30 juni 2012	18
Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening.....	19
Overige gegevens.....	29
Algemene gegevens	31
Risicoprofiel	32

Profiel

Beleggingsbeleid

Het Add Value Fund (het “Fonds”) belegt uitsluitend in beursgenoteerde Nederlandse kleine- en middelgrote ondernemingen, de zogenaamde small- en midcaps met een beurswaarde van minimaal € 20 miljoen en ten hoogste € 7,5 miljard. De ondernemingen zijn genoteerd op NYSE Euronext te Amsterdam of een ander erkend handelsplatform. Het Fonds belegt niet in vastgoed- of andere beleggingsfondsen.

Het beleggingsuniversum bestaat uit circa 75 small- en midcap ondernemingen die van Nederlandse oorsprong zijn dan wel statutair in Nederland zijn gevestigd. Deze ondernemingen zijn veelal wereldwijd actief. Via een *“bottom-up stock picking”* aanpak – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – worden ten minste 10 en maximaal 25 ondernemingen geselecteerd die worden opgenomen in de portefeuille.

Ten aanzien van ondernemingen waarvan de aandelen op enig moment promoveren van de Amsterdam Midkap-index naar de AEX-index, geldt dat indien het Fonds een positie in een dergelijke onderneming houdt vóór de promotie naar de AEX-index, zij gerechtigd is deze positie te beheren als elke andere positie uit de portefeuille.

De Beheerder voert een actief beleggingsbeleid en hanteert daarbij geen benchmark. Dit beleid steunt op zelfstandige research naar de ondernemingen uit het beleggingsuniversum. Daarnaast wordt gebruik gemaakt van de research van derden om tot een zo optimaal mogelijke oordeelsvorming te komen.

Het rendement van het Fonds kan door de gekozen beleggingsstrategie niet direct tegen een index worden afgezet. Slechts in incidentele gevallen wordt gebruikt gemaakt van derivaten. Het Fonds neemt geen short posities in en leent evenmin (delen van) aandelenposities uit aan derden.

Het gebruik van effectenkrediet tot een maximum van 20% van het belegd vermogen blijft beperkt tot die situaties waarin voor een korte periode overbruggingskrediet benodigd is. Wel kan besloten worden, afhankelijk van de beleggingsvisie, een deel, tot een maximum van 75% van het vermogen in liquide middelen aan te houden.

Het Fonds richt zich op particuliere en professionele beleggers met een langere termijn horizon.

Beleggingsdoelstelling

De Beheerder streeft naar de opbouw en het beheer van een geconcentreerde portefeuille met voldoende spreiding. Op middellange termijn, waaronder een termijn van drie tot vijf jaar wordt verstaan, wordt een gemiddelde totale netto beleggingsopbrengst van ten minste 10% op jaarbasis nagestreefd. Deze opbrengst is de som van gerealiseerde en ongerealiseerde koerswinsten plus dividendinkomsten minus kosten.

Dividendbeleid

Het Add Value Fund opteert voor het fiscale regime van de fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt onder andere in dat het Fonds onderworpen is aan de Nederlandse vennootschapsbelasting tegen een tarief van 0%.

In beginsel dient de voor uitkering vatbare winst binnen acht maanden na afloop van het boekjaar aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd. In het algemeen mogen koerswinsten op de beleggingen worden toegevoegd aan de herbeleggingsreserve.

Beursnotering en open-end structuur

Het Add Value Fund is een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. De aandelen in het Fonds zijn genoteerd op de effectenbeurs van NYSE Euronext te Amsterdam. De beurskoers van het aandeel wordt dagelijks gepubliceerd op de website, in de Officiële Prijscourant die beschikbaar is op de website www.nyse.com/opc, en in één of meer Nederlandse dagbladen.

Het Fonds heeft een open-end structuur. Aankoop en verkoop van aandelen is in beginsel iedere handelsdag mogelijk. De aandelen worden verhandeld tegen de geldende intrinsieke waarde plus een opslag van 0,5% in geval van netto instroom in het Fonds en tegen de intrinsieke waarde minus 0,5% in geval van netto uitstroom.

Vergunning op grond van de Wet op het financieel toezicht

Het Add Value Fund is een beleggingsinstelling in de zin van de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Keijser Capital Asset Management treedt op als Beheerder en voert de directie over het Add Value Fund. Keijser Capital Asset Management heeft een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft, toegekend door de Autoriteit Financiële Markten ("AFM").

Essentiële Beleggersinformatie en prospectus

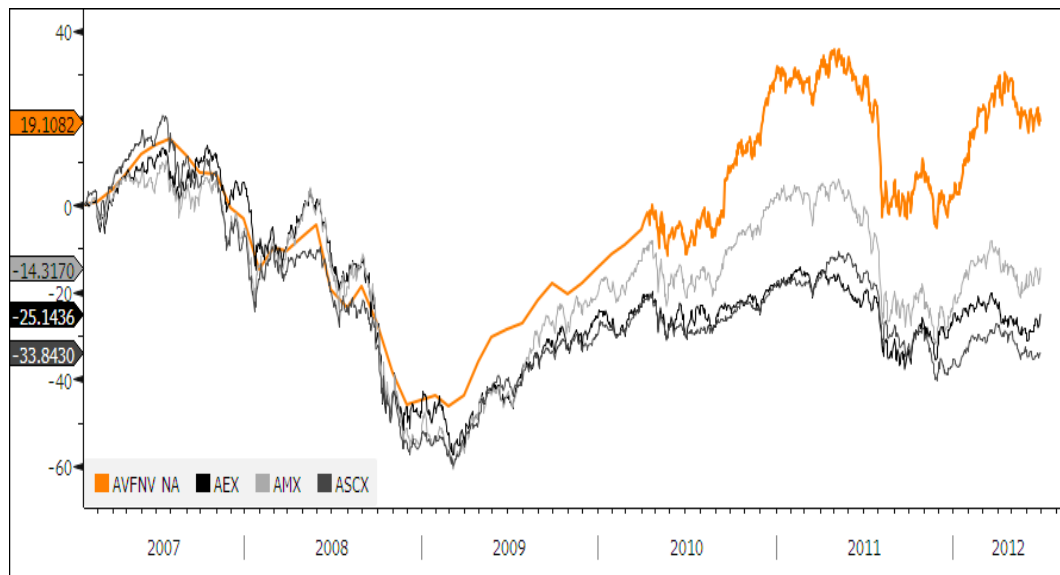
De Essentiële Beleggersinformatie is de Europese opvolger van de Financiële Bijsluiter. Dit document verschaft essentiële beleggersinformatie aangaande het Fonds. Het is geen marketing materiaal. De verstrekte informatie is bij wet voorgeschreven en is bedoeld om meer inzicht te geven in de aard en de risico's van beleggingen in het Fonds. Beleggers worden geadviseerd deze informatie te lezen opdat met kennis van zaken kan worden besloten al dan niet in het Fonds te beleggen. De Essentiële Beleggersinformatie en het prospectus worden kosteloos verstrekt en zijn tevens gepubliceerd op de website www.addvaluefund.nl.

Kerncijfers

De kerncijfers van het Fonds per 30 juni 2012 zijn als volgt, waarbij voor vergelijkingsdoeleinden rekening is gehouden met de periode voor 31 maart 2010 waarin het Add Value Fund nog een fonds voor gemene rekening was:

	30-06-2012	30-06-2011	30-06-2010	30-06-2009
Algemeen				
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.394.054	1.611.248	1.694.232	1.992.424
Fondsvermogen (in €, ultimo)	40.344.228	50.662.526	38.383.334	35.654.143
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	28,94	31,44	22,65	17,89
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	29,08	31,59	22,65	-
Hoogste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	31,64	33,73	24,91	17,89
Laagste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	25,00	30,47	22,20	13,43
Beleggingsresultaat op basis van intrinsieke waarde per aandeel	+19,0%	-0,5%	+5,7%	+30,0%

Onderstaande rendementsvergelijking over de periode februari 2007 tot en met juni 2012 is gebaseerd op beurskoersen inclusief herbelegging van netto dividenden:



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/06/2012, AEX-Index, AMX-Index en ASCX- Index gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/06/2012)

Peildatum: 29/06/2012

Directieverslag

Algemeen

Wij bieden u hierbij het verslag aan van het Add Value Fund over de periode 1 januari tot en met 30 juni 2012.

Ontwikkeling resultaten en fondsvermogen

Het Add Value Fund kan terugzien op een gunstige waardeontwikkeling in de eerste helft van 2012. De intrinsieke waarde per aandeel steeg gedurende deze periode met 15,7% van € 25,00 per ultimo 2011 naar € 28,94 per eind juni 2012. Wanneer het in april uitgekeerde contante dividend van € 0,80 per aandeel in de berekening wordt betrokken, bedraagt het netto beleggingsresultaat over de eerste zes maanden van dit jaar +19,0%.

In vergelijking met de Nederlandse marktindices realiseerde het Fonds in de eerste helft van 2011 een duidelijke outperformance. De AEX-Index (+1,2%), de Amsterdam Midkap-Index (+11,4%) en de Amsterdam SmallCap Index (+2,5%) werden ruimschoots verslagen.

Sinds de start van het Fonds op 1 februari 2007 heeft het Fonds een cumulatieve waardestijging van 22,2% gerealiseerd. Dit is een beduidend beter resultaat in vergelijking met de AEX-Index (-25,1%), de Amsterdam Midkap-Index (-14,3%) en de Amsterdam SmallCap-index (-33,8%) over dezelfde periode. Overigens heeft Add Value Fund geen officiële benchmark. Genoemde indices zijn uitsluitend als vergelijkingsmaatstaf vermeld en rendementen zijn inclusief het herbeleggen van netto dividenden.

Het fondsvermogen steeg per saldo met 11,7% van € 36,1 miljoen naar € 40,3 miljoen. Het aantal geplaatste aandelen nam in de verslagperiode met 3,5% af tot 1,394 miljoen stuks.

Omgevingsfactoren

De stemming op financiële markten werd in de loop van de eerste helft van 2012 steeds sterker beïnvloed door de oplopende spanningen rond de schuldenproblematiek in Europa. Politieke verschuivingen, zoals in Griekenland en Frankrijk, droegen bij aan een voortdurend onzekerder wordend perspectief. Dit leidde in mei en juni tot een afzwakking van de economische groeivoorzichten voor het restant van het jaar. Ten aanzien van enkele conjunctuurgevoelige sectoren is inmiddels sprake van een ronduit kritieke situatie. Voor bouwgerelateerde ondernemingen en ondergecapitaliseerde financiële instellingen geldt feitelijk "Code Rood". Per saldo zal voor de landen in de EU naar verwachting een nulgroei in 2012 worden bereikt. Positieve uitzondering blijft de groei van de Duitse economie (verwacht: +1%), waartegenover economische krimp in Zuid-Europa staat.

Tegen deze achtergrond is het niet verwonderlijk dat beleggers uiterst terughoudend opereren. Dit risicomijdende gedrag zorgde in de maand mei voor een absoluut naoorlogs laagterecord voor de langlopende rentetarieven op staatsobligaties van Duitsland en Nederland van respectievelijk 1,2 en 1,5%.

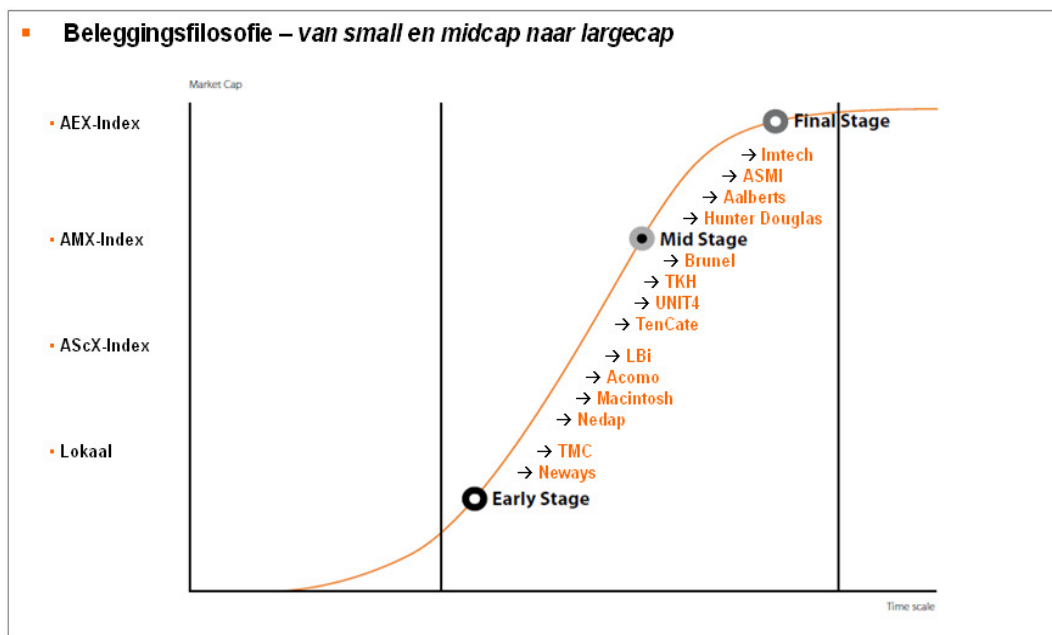
De aandelenmarkten handhaafden onder deze omstandigheden hun volatiele koerspatroon. Tot medio maart was feitelijk sprake van een vriendelijke stemming: de AEX-Index kon in de elf weken van eind 2011 tot medio maart een koersstijging van bijna 8% realiseren. Daarna was het feest over en volgde

een uitgesproken flauwe periode, die begin juni resulteerde in een laagste stand van 281. Hiermee werd in de opvolgende twaalf weken een koersdaling van ruim 16% geregistreerd. Vervolgens trad, na een hoopvol verlopen Europese top in Brussel, een technisch koersherstel in dat de AEX-Index naar een slotstand van 307,31 voerde per eind juni 2012. Per saldo daalde Nederland's toonaangevende aandelenindex in het eerste halfjaar daarmee 1,7%. Inclusief het te ontvangen dividend bleef er voor de indexbeleggers een zeer bescheiden winst over van +1,2%. Deze povere performance was tevens beduidend minder dan die van de Duitse aandelenmarkt. De DAX-Index wist over de eerste zes maanden van het jaar een waardestijging (koerswinst + dividend) te realiseren van 9,5%.

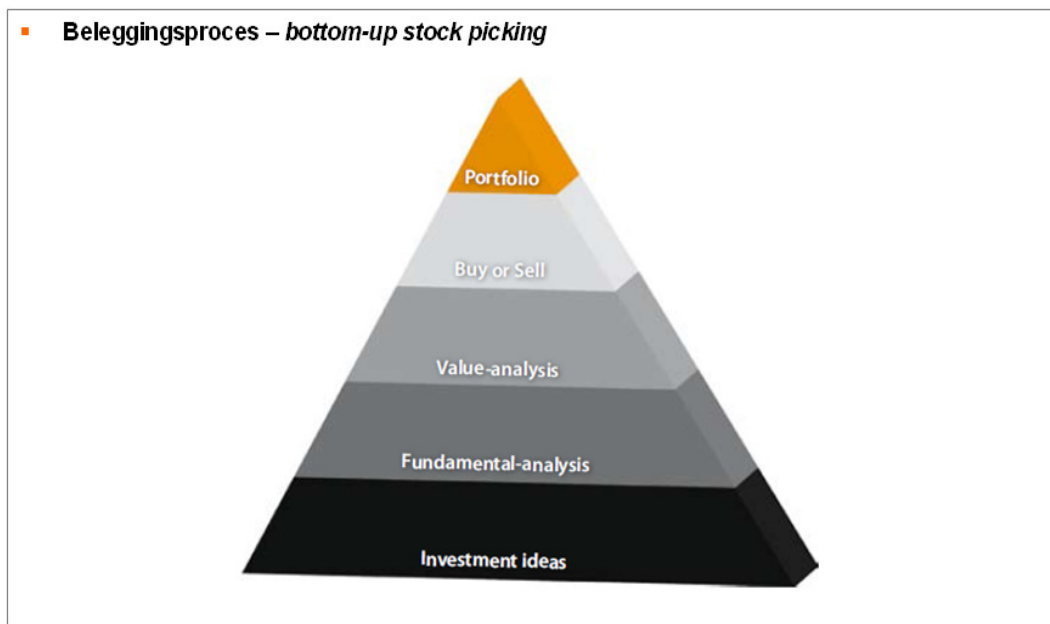
Beleggingsfilosofie, -proces en -strategie

In onderstaande grafiek – de zogenaamde “S-curve” – is het werkterrein van het Add Value Fund afgebeeld. Het Fonds investeert niet in start-ups, ofwel ter linkerzijde van de *early stage*, en evenmin in AEX-fondsen, ofwel het gebied ter rechterzijde van de *final stage*. De portefeuille is samengesteld uit een evenwichtige selectie van een kleine groep van relatief snelgroeiende en jonge veelbelovende nichespelers met een innovatieve meerwaarde en een grotere groep industriële en dienstverlenende kwaliteitsondernemingen die kunnen bogen op een onderscheidend bedrijfs- en verdienmodel die hun toegevoegde waarde reeds hebben bewezen.

Het Fonds profileert zich als een typische lange termijn belegger: alle 14 ondernemingen zijn al twee tot ruim vijf jaar in portefeuille. Van deze 14 ondernemingen zijn er zes zogenaamde smallcaps met een beurswaarde van minder dan € 500 miljoen en acht zogenaamde midcaps met een beurswaarde van meer dan € 500 miljoen. Royal Imtech is met een beurswaarde van ruim € 1,7 miljard de grootste onderneming in de portefeuille. Per eind juni 2012 was circa 41% van de portefeuille belegd in smallcaps en ongeveer 59% in midcaps.



Het beleggingsuniversum bestaat uit circa 75 small- en midcap ondernemingen die van Nederlandse oorsprong zijn dan wel statutair in Nederland zijn gevestigd. De totale beurswaarde van deze ondernemingen bedraagt op dit moment meer dan € 55 miljard. Deze ondernemingen zijn veelal wereldwijd actief. Slechts enkele ondernemingen zijn alleen actief in de Benelux. Via een “*bottom-up stock picking*” aanpak – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – worden ten minste 10 en maximaal 25 ondernemingen geselecteerd die worden opgenomen in de portefeuille. Wij maken geen gebruik van technische analyse. In de onderstaande piramide is van beneden naar boven het beleggingsproces weergegeven.



De inrichting van de portefeuille van het Add Value Fund is tevens onderhevig aan de mate van liquiditeit van de verschillende beleggingen. Er wordt onderscheid gemaakt tussen redelijk tot goed liquide beleggingen (veelal midcaps) en minder goed liquide beleggingen (veelal small- en microcaps). Voor de minder liquide beleggingen hanteren wij een hogere rendementseis dan voor de meer liquide beleggingen.

Binnen het beleggingsuniversum zijn wij continue op zoek naar ondergewaardeerde groeiondernemingen met een focus op 3 kernpijlers:

- 1) Winstgroei
 - 2) Waardecreatie
 - 3) Duurzaam dividend
- Onder winstgroei wordt verstaan een toename van de samengestelde groei van de winst per aandeel op de lange termijn van circa 7,5% of meer op jaarbasis. De winstgroei van een

onderneming is de fundamentele basis voor de koersontwikkeling en waardering van het betreffende aandeel;

- Waardecreatie ontstaat uit het rendement dat wordt gemaakt op ingehouden winsten waarbij gekeken wordt naar rendement op eigen vermogen, rendement op investeringen en rendement op vrije kasstroom van meer dan 10%. Investerings in productiecapaciteit, onderzoek en ontwikkeling en innovatie leiden doorgaans tot een hogere ondernemingswaarde;
- Duurzaam dividend is de basis voor een aanvangsrendement op de investering die doorgaans jaarlijks 2,5% of meer moet bedragen afhankelijk van de groeistrategie van de onderneming.

Wij hebben de sterke overtuiging dat ondernemingen met een consistente en bovengemiddelde winstgroei, zowel in goede als in slechte economische tijden, tegen een hogere beurswaardering worden verhandeld dan langzaam of niet groeiende ondernemingen met een onvoorspelbaar winstkarakter. De geschiedenis heeft laten zien dat lange termijn winstgroei – *door alle economische cycli* – uiteindelijk de waarde van een onderneming doet toenemen en daarmee de aandelenkoers laat stijgen.

Naast de hierboven genoemde 3 kernpijlers van de beleggingsfilosofie zijn er nog een aantal kwaliteitskenmerken waaraan een onderneming dient te voldoen:

- Bewezen en succesvol bedrijfs- en verdienmodel;
- Heldere strategie, ambities en doelstellingen;
- Marktleider of top-3 positie in de desbetreffende bedrijfstak;
- Actief in groeisectoren met voorkeur voor een hoogtechnologisch en innovatief karakter;
- Sterke financiële resultaten met bewezen en consistente groei van de winst per aandeel;
- Gezonde balansverhoudingen waarbij wordt gekeken naar de solvabiliteit, rentedekking en de verhouding tussen netto schuld en bruto bedrijfsresultaat;
- Bewezen, succesvol en betrouwbaar management met een goede staat van dienst.

Beleggingsstrategie 2012

De algemene strategie (zoals hierboven staat omschreven) beoogt een goed gespreide portefeuille van eersteklas Nederlandse small- en midcaps aan te houden die in staat is om ook onder meer uitdagende economische omstandigheden bovengemiddelde resultaten te realiseren tegen benedengemiddelde risico's. De selectie vindt plaats op basis van een zogenaamde bottom-up stock picking aanpak, waarbij al in vroeg stadium van de economische neergang is gefocust op de stabiliteit en voorspelbaarheid van de winstgevendheid van de ondernemingen. Kwaliteitsondernemingen zoals UNIT4 en Imtech hebben een voorspelbaar winstkarakter doordat meer dan 50% van de jaarlijkse omzet wederkerend is in de vorm van lange termijn onderhouds- en servicecontracten. Bijna alle ondernemingen die momenteel in de portefeuille worden gehouden, zijn nu ook in staat om net als in de crisisjaren 2008/09 winstgroei te realiseren. Relatief veel ondernemingen in portefeuille hebben na de eerste kwartaalresultaten van 2012 al aangegeven dat ze hun winst per aandeel – *onverziene omstandigheden voorbehouden* – zien toenemen waarbij sommige ondernemingen de recordresultaten van 2011 zullen overtreffen.

Er wordt vanwege de slechte vooruitzichten momenteel niet belegd in financiële instellingen, food en non-food retailers (m.u.v. Macintosh) en bouwondernemingen. Tevens belegt het Fonds op dit moment niet in turn-around ondernemingen en/of probleemgevallen.

Door de juiste investeringskeuzes en weging binnen de portefeuille hebben er zeer weinig mutaties plaatsgevonden wat het rendement van het Fonds ten goede komt. De geconcentreerde portefeuille bevat thans 14 deelnemingen wat een afspiegeling is van de strenge investeringscriteria.

De portefeuille per 30 juni 2012

De portefeuille bestaat per 30 juni 2012 uit de volgende deelnemingen (op volgorde van weging van hoog naar laag):

UNIT4: toonaangevende Europese speler op het gebied van de ontwikkeling en distributie van bedrijfssoftware (ERP). Met baanbrekende applicaties, zoals Agresso Business World en CODA, die aan zogenaamde 'businesses living in change' worden verkocht, slaagt UNIT4 erin jaarlijks marktaandeel te winnen van grootmachten als SAP en Oracle. Via een meerderheidsparticipatie in FinancialForce.com heeft UNIT4 een krachtige applicatie 'in the cloud' in de markt gezet, waarvan vanaf 2014 een significante winstbijdrage mag worden verwacht. Tot dat moment voorzien wij 5 à 10% winstgroei per jaar, exclusief de bijdrage van eventuele acquisities.

Brunel International: Europese detacheerder op het gebied van financiële specialisten en ingenieursdiensten. Daarnaast wereldmarktleider in energie-gerelateerde 'white collar' diensten. Brunel boekte in 2011 recordresultaten en profiteert optimaal van het flexibeler worden van de groeiende Duitse economie, in welke markt een tweede positie wordt bekleed. De omzetten van Brunel Energy groeien eveneens sterk, met name gestuwd door een hoge exploratie-activiteit nabij Australië. Een rotsvast vertrouwen in het eigen verdienmodel in combinatie met een ijzersterke balans staat aan de basis van een solide performance van deze pure autonome groeionderneming.

LBi International: een zogenaamde pure player in digitale marketing diensten. Onder leiding van CEO Luke Taylor heeft LBi binnen twee jaar aansluiting gevonden bij de internationaal best presterende bedrijven in deze sector. Van een lappendeken van technisch hoogstaande, maar qua winstgevendheid pover renderende bedrijven is LBi anno 2012 getransformeerd tot een gestroomlijnde digitale marketingmachine die met name in het Verenigd Koninkrijk en Scandinavië aansprekende resultaten boekt. De overname van Mr Youth, een Amerikaanse social media specialist, eind 2011, zal de groei van de winst in het lopende jaar een additionele impuls geven. De aandelen LBi International waren met een performance van +68% de absolute starperformer in de eerste zes maanden van 2012, mede door lopende overnamegesprekken met sectorgenoten.

Nedap: fabrikant van intelligente technologische oplossingen. De autonome groei van Nedap, o.a. Europees marktleider in security management en wereldwijd toonaangevend aanbieder van technologische oplossingen ten behoeve van de veeteelt, begint in de eerste jaarthelft van 2012 te versnellen tot bijna 30% op jaarbasis. De winstgroei is zelfs nog sterker (> +45%), omdat de laag renderende toeleveringsactiviteiten inmiddels geheel zijn afgebouwd. Daarmee bewijst Nedap in toenemende mate uiterst succesvol te kunnen opereren in enkele snelgroeiende product-markt combinaties. De aandelen zijn daarbij uiterst aantrekkelijk geprijsd op circa 12 maal de getaxeerde winst 2012 bij een verwacht dividendrendement van ruim 6%.

Royal Imtech: technische dienstverlening voornamelijk in Europa met een uniek bedrijfs- en verdienmodel. Circa 55% van de jaarlijkse opbrengsten is wederkerend in de vorm van lange termijn service- en onderhoudscontracten. Het 'groene' karakter (30% van de opbrengsten) heeft Imtech op de kaart gezet bij het binnenhalen van energie-efficiënte opdrachten. Een sterk track record op het gebied van acquisities stuwt de winst per aandeel. In 2011 werden 15 winstgevendende acquisities gedaan die 8% extra omzet genereerden en de strategie versnellen. Dit jaar staat de teller alweer op 7. Imtech is,

ondanks de uitdagende omstandigheden in sommige deelmarkten, goed op weg de gestelde doelstellingen van het Strategisch Plan 2015 te realiseren: Omzet van € 8 miljard bij een operationele marge van 6-7%. Dit zou moeten leiden tot een winst per aandeel van circa € 3,45. De aandelen Royal Imtech noteren medio 2012 op € 18,78, ofwel slechts 5,4 maal de getaxeerde winst 2015.

Hunter Douglas: de wereldmarktleider in raambekleding (o.a. Luxaflex) hanteert een ijzersterk bedrijfsmodel waarmee de onderneming zich soepel door de financiële crises manoeuvreert. Er wordt gestaag marktaandeel gewonnen in de volwassen markten van Noord-Amerika en Europa. De echte groei moet de komende jaren uit Azië (China, India) en Latijns-Amerika komen, waarbij ook voor de bouwproducten een essentiële rol is weggelegd. Denk aan de WK Voetbal (2014) en de Olympische Spelen (2016) in Brazilië.

De eerste kwartaalresultaten wijzen erop dat 2012 naar verwachting een overgangsjaar wordt: tegen hogere resultaten in Noord-Amerika (HD's meest winstgevende deelmarkt) staan de zeer uitdagende marktomstandigheden in Europa. Over de balansverhoudingen behoeft men zich overigens geen zorgen te maken. Grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg (81%-belang) heeft aangegeven de Investment Portfolio ter waarde van \$ 196 miljoen in de loop van dit jaar volledig te gaan afbouwen om met de opbrengst de schuldpositie te verlagen. De aandelen Hunter Douglas noteren circa 12 maal de verwachte winst 2012 en doen een dividendrendement van ruim 4%.

Koninklijke TenCate: combineert textieltechnologie met chemische processen bij de ontwikkeling en productie van functionele materialen. Rond deze technologische basis zijn of worden toepassingen (product-markttechnologie combinaties) geformeerd, die gericht zijn op groeiemarkten. In 2012 zullen de recordresultaten van 2011 – omzet € 1.138 miljoen, nettowinst € 58,7 miljoen – niet worden geëvenaard, omdat vorig jaar de uitleveringen van de succesvolle Defender-M gevechtstenues aan het Amerikaanse leger de resultaten eenmalig positief beïnvloedden. Interessanter is echter het middellange termijn perspectief van TenCate. Op grond van een sterke productportfolio in composieten, geosynthetische materialen, kunstgras en inkjet-toepassingen lijkt een aantrekkelijke autonome groei vanaf 2013 uiterst aannemelijk. De huidige beurswaardering – multiple van 9 maal de getaxeerde winst 2012, dividendrendement van 4,5% - maakt het aandeel TenCate tot een kansrijke lange termijn belegging.

Acomo: toonaangevend handelshuis in specerijen, thee, zonnebloempitten en food ingrediënten. Over 2011 werden recordresultaten gepresenteerd: op een omzet van € 570 miljoen werd een nettowinst van ruim € 26 miljoen behaald. Daarmee werd aan het fraaie track record van de laatste jaren een mooi nieuw hoofdstuk toegevoegd. Het lopende jaar is weliswaar goed ingezet, maar van wederom een sterke groei mag niet worden uitgegaan. Indien zich geen majeure acquisitiekandidaten aandienen, zal de winst per aandeel (2011: € 1,13) licht kunnen stijgen. In deze prognose is de sterke dollar (koers noteert 16% hoger tegen de euro in vergelijking met medio 2011) van betekenis. Het aantrekkelijke dividendrendement van ruim 6% maakt Acomo tot een vaste waarde in de portefeuille van het Add Value Fund.

TMC Group: The Member Company is een hoog gepositioneerde detacheerder van technisch toptalent voor met name de industriële multinationals uit de regio Eindhoven. Het unieke werkondernemersmodel werpt steeds meer haar vruchten af. Inmiddels is in Utrecht ook een succesvolle vestiging van start gegaan en op termijn lijkt een grensoverschrijdende strategie zeker tot de mogelijkheden te behoren. Behalve een sterke autonome groei is het aandeel TMC Group vanwege het hoge dividendrendement

van 6,7% onzes inziens een uiterst kansrijke belegging. Het Add Value Fund houdt een belang van 5% in TMC Group.

ASM International: gerenommeerd toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie. Nu de tot voor kort verlieslatende front-end activiteiten al twee jaar winstgevend opereren, lijkt het moment nabij te zijn dat een splitsing van ASMI een feit gaat worden. Hiertoe heeft de Raad van Commissarissen op de laatstgehouden Algemene vergadering van Aandeelhouders een onderzoek naar de onderwaardering van het aandeel ASMI in vergelijking met de Hongkong notering van 52%-deelneming ASM PT (waarin de back-end activiteiten zijn ondergebracht) aangekondigd. Mocht in het najaar inderdaad een splitsingsscenario actueel worden, dan lijkt een meerwaarde van circa 30% op de huidige beurskoers van € 31,50 volgens onze berekeningen haalbaar te zijn. Los van deze 'exit-mogelijkheid' lijkt ook de semi-conductor cyclus vanaf de tweede helft van dit jaar weer aan te trekken. Tenslotte speelt de sterke Amerikaanse dollar in 2012 in het voordeel van ASMI.

Neways Electronics International: van een printplatenproducent is Neways Electronics getransformeerd in een eersteklas dienstverlener voor OEM's uit de hors-categorie, zoals Philips, ASML, ASMI, FEI en Roche. De onderneming uit Son (bij Eindhoven) beschikt over goed gepositioneerde werkmaatschappijen in China en Slowakije om haar klanten optimaal te kunnen ontzorgen. Dissonant is vooralsnog de vestiging in het Duitse Kassel. Deze is vorig jaar stevig gereorganiseerd, maar zal over 2012 nog niet aan de winst bijdragen. Zodra hier de bezetting terug is op een substantieel hoger niveau en er in Duitsland winst wordt gemaakt, kan ook de te hoge belastingdruk (nu: >30%) omlaag en zal de winst per aandeel kunnen stijgen naar € 0,80 – 1,00 (2011: € 0,39). In de huidige beurskoers van € 5,05 wordt dit herstelpotentieel naar onze stellige overtuiging niet verdisconteerd.

Aalberts Industries: sterk presterende toeleverancier van industriële diensten en specialist op het gebied van Flow Control. Een voortreffelijk langjarig track record van resultaten wordt gecombineerd met een ijzersterke balans – solvabiliteit > 40%. Aalberts Industries opereert vanuit kracht en heeft zich intussen ontwikkeld tot een onmisbare strategische partner voor industriële toponderningen als ASML, GKN en Siemens. Het feit dat topman Jan Aalberts tegenwoordig iets meer op de achtergrond opereert, doet niets af aan het opwaarts (koers)potentieel van Aalberts Industries. Opvolger CEO Wim Pelsma, sinds 1997 werkzaam bij AI, zet in op een succesvolle uitbouw van de ingezette strategie, waarbij extra aandacht voor cross selling en key accountmanagement voor een prima ondersteuning van de winstgroei zal zorgdragen. Aanvullende acquisities worden vanouds op kundige wijze in de Groep geïntegreerd en zullen, naar onze verwachting, de komende tijd met name in Noord-Amerika gaan plaatsvinden. De aandelen kennen met een multiple van 8,4 maal de getaxeerde winst 2012 en een dividendrendement van 3% een (te) bescheiden waardering.

TKH Group: technische dienstverlener die de laatste jaren steeds weer bewijst waarde te kunnen toevoegen voor haar klanten. Het jaar 2012 wordt naar alle waarschijnlijkheid een overgangsjaar, met een stabilisatie dan wel lichte daling van de uitleveringen in de zeer winstgevende bandenbouwdivisie en de nodige integratieperikelen in de security sector, waar TKH de laatste jaren een groot aantal overnames heeft gedaan. Het perspectief voor 2013 en verdere jaren oogt evenwel onveranderd zonnig. In bandenbouw spreekt topman Alexander van der Lof van een 'ASML-achtige' concurrentiepositie. De in het eerste halfjaar 2012 aangekondigde overname van het Duitse Augusta AG (digitale camera's en optische sensoren) zal naar verwachting vanaf 2013 een wezenlijke bijdrage aan de winst per aandeel

gaan leveren. Wij voorzien alsdan een re-rating van de aandelen TKH Group die onlangs zijn opgenomen in de Amsterdam Midkap Index.

Macintosh Retail Group: non-food retailer die marktleider is in de schoenenretail in de Benelux met bekende merken als Scapino, Brantano en Manfield en een nummer drie positie claimt in het Verenigd Koninkrijk met Brantano UK en Jones Bootmaker. Daarnaast maakt woningrichter Kwantum deel uit van de portfolio. Macintosh was met een koersdaling van bijna 11% de minst presterende deelneming in de eerste zes maanden van 2012. Het scherp gedaalde consumentenvertrouwen en koopkracht, alsmede de aantrekkingskracht van online formules als Zalando zetten de winstgevendheid van Macintosh onder druk. Daarbij verandert het verdienmodel, waarbij de eerste zes maanden traditioneel marginaal winstgevend of zelfs verlieslatend zullen zijn. Het accent komt dus nog sterker op de tweede jaarkwartaal te liggen en met name op het laatste kwartaal. Deze ontwikkelingen bemoeilijken een beoordeling van het perspectief van Macintosh. Wij geven de Maastrichtse holding vooralsnog het voordeel van de twijfel. Gezien de zeer sterke financiële positie – de verkoop van BelCompany aan Vodafone bracht € 120 miljoen bruto op – en de voortgang die wordt geboekt om uit te groeien tot een toonaangevende cross-channel marktpartij, zijn betere tijden wellicht dichterbij dan analisten/beleggers thans vermoeden. Onder ‘normale’ marktomstandigheden is een winst per aandeel van € 1,25 – 1,50 naar ons oordeel alleszins haalbaar. De huidige beurskoers van € 9,- waardeert Macintosh Retail Group alsdan maar zeer bescheiden.

Vooruitzichten 2012 en verder

Sinds het uitbreken van de financiële en economische crisis in 2008/09 is het uitspreken van verwachtingen een uiterst hachelijke zaak geworden. Menige beursgenoteerde onderneming waagt zich sindsdien niet meer aan het geven van concrete prognoses voor de komende periode. Veeleer wordt gekozen voor kwalitatieve statements, vanzelfsprekend met de bekende nuancerende toevoeging: *‘onvoorziene omstandigheden voorbehouden’*.

Het zal dan ook niet als verrassing komen dat wij, als lange termijn belegger in enkele van deze ondernemingen, onder de huidige door grote onzekerheden gekenmerkte marktomstandigheden, met enige terughoudendheid onze voorspellingen presenteren.

Niettemin zijn wij van mening dat de perspectieven voor waardeappreciatie van de deelnemingen in onze portefeuille onverminderd gunstig zijn:

- De lessen van de eerste scherpe recessie van 2008/09 zijn ter harte genomen. Anno 2012 zijn de door ons geselecteerde ondernemingen per definitie *meaner, leaner and stronger* en hebben ze de beschikking over voldoende financiële middelen en een sterke balans met relatief weinig of geen schulden;
- Daarnaast profiteert deze categorie ondernemingen van de historisch lage rentetarieven. Hierdoor dalen per saldo de rentelasten en kunnen ze goedkoper dan ooit (her)financieren voor investeringen en overnames;
- De betreffende ondernemingen winnen snel marktaandeel; concurrerende bedrijven missen op meerdere punten de aansluiting, vanwege (1) een gebrek aan schaalomvang en competenties (2) onvermogen om te (blijven) investeren in de noodzakelijke R&D expansie en (3) het niet kunnen behouden/vastleggen van kwalitatief hoogwaardige werknemers;
- Het winstmomentum wordt in 2012 ondersteund door de sterke Amerikaanse Dollarkoers die thans circa 16% hoger noteert tegen de Euro dan twaalf maanden geleden;

- De meeste smallcaps in de portefeuille bevinden zich momenteel in de stijl oplopende fase van de *S-curve* en zullen dientengevolge in 2012 wederom een sterke autonome groei van omzet en winst tonen.

Hiertegenover staat de realiteit van een afnemend momentum van economische groei danwel krimp. Bovendien moet rekening worden gehouden met aanhoudende overheidsbesparingen die de bestedingsruimte van bedrijven en particulieren onder druk zetten. De verwachting van een hoger BTW-tarief met ingang van 1 oktober a.s. zal evenmin het consumentenvertrouwen doen verbeteren. Echter, het is vooral de politieke onzekerheid – in Nederland en Europa – die beleggers naar verwachting terughoudend zal laten opereren.

Wij hebben traditioneel onze winsttaxaties voor 2012 en 2013 tegen het licht gehouden. Onder de aanname van 0% economische groei in West-Europa in zowel 2012 als 2013 verwachten wij dat de ondernemingen in de portefeuille van het Add Value Fund toch een stijging van de winst per aandeel kunnen realiseren. Nagenoeg alle *'mini multinationals'* zijn wereldwijd actief en profiteren sterk van structurele groeitrends zoals:

- Vergrijzing
- Groene technologie
- Digitale media
- Cloud computing
- Veiligheid en bescherming
- Grondstoffen

Gecompimeerd leidt een en ander tot onderstaand overzicht.

Portefeuille Add Value Fund	2011	2012tax	2013tax
Koers/winstverhouding	13,6	11,4	10,0
Dividendrendement	3,5%	3,9%	4,5%
Gemiddelde winstgroei	+18%	+19%	+13%

NB: De hier gepresenteerde cijfers zijn de gewogen gemiddelde cijfers en taxaties van de veertien ondernemingen in de portefeuille van het Add Value Fund.

Bij deze illustratie past de opmerking dat vijf van de veertien ondernemingen in de portefeuille over een netto kaspositie beschikken. Voorts zij vermeld dat de gepresenteerde cijfers exclusief het effect van eventuele toekomstige fusies en overnames zijn.

Wij zijn ervan overtuigd dat de uitgangspositie van de ondernemingen in de portefeuille zodanig sterk is, dat ook in een fase van stagnerende economische groei en algemene maatschappelijke onzekerheid, het Add Value Fund een tevredenstellend totaal beleggingsresultaat moet kunnen realiseren. Het geïndiceerde dividendrendement van 3,9% van de ondernemingen in portefeuille voor het lopende boekjaar vormt voor deze verwachting een goede ondersteuning.

Stembeleid Add Value Fund

Als beleid geldt dat vertegenwoordigers van het Add Value Fund zoveel mogelijk aanwezig zullen zijn op de aandeelhoudersvergaderingen van de ondernemingen waarin wordt belegd. De vertegenwoordigers zullen voor zover relevant een actieve rol vervullen tijdens deze vergaderingen.

In 2012 zijn vertegenwoordigers van Add Value Fund aanwezig geweest op de aandeelhoudersvergaderingen van 12 deelnemingen uit de portefeuille. In deze vergaderingen is gebruik gemaakt van het stemrecht, waarbij in alle gevallen is ingestemd met de geagendeerde voorstellen.

Principles of Fund Governance

Keijser Capital Asset Management heeft als beheerder van beleggingsfondsen zogeheten Principles of Fund Governance op de website van het Add Value Fund geplaatst. Deze principles zijn een vorm van zelfregulering waarbij de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) richtlijnen en best practices heeft aangegeven. Het doel van de principles is het geven van nadere richtlijnen voor de organisatorische opzet en werkwijze van fondsbeheerders. Keijser Capital Asset Management volgt deze richtlijnen.

Amsterdam, 31 juli 2012

De Directie,
Keijser Capital Asset Management B.V.
Beheerder van Add Value Fund N.V.

Halfjaarcijfers 2012

Balans per 30 juni 2012

(voor resultaatbestemming, bedragen in € 1.000)

		<u>30-06-2012</u>	<u>31-12-2011</u>
ACTIVA			
Beleggingen			
Aandelen en opties	1	40.259	36.771
Vorderingen			
Vorderingen uit hoofde van uitgegeven aandelen		0	0
Overige vorderingen	2	89	96
Overlopende activa		<u>33</u>	<u>4</u>
		122	100
Overige activa			
Oprichtingskosten	3	36	42
Liquide middelen	4	<u>227</u>	<u>0</u>
		263	42
		40.644	36.913
PASSIVA			
Eigen vermogen			
Geplaatst kapitaal	5	3.485	3.610
Agioreserve	6	28.281	29.591
Algemene reserve	7	1.771	13.425
Onverdeeld resultaat	8	<u>6.807</u>	<u>-10.535</u>
		40.344	36.091
Kortlopende schulden			
Af te wikkelen uit hoofde van effectentransacties		0	0
Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen	9	191	511
Schulden aan kredietinstellingen	10	0	222
Te betalen beheervergoeding	11	59	54
Te betalen prestatievergoeding	12	0	0
Overlopende passiva	13	<u>50</u>	<u>35</u>
		300	822
		40.644	36.913
Intrinsieke waarde per aandeel (in €)		28,94	25,00

Winst- en verliesrekening 1 januari – 30 juni 2012

(bedragen in € 1.000)		<u>01-01-2012 / 30-06-2012</u>	<u>01-01-2011 / 30-06-2011</u>
Bedrijfsopbrengsten			
Opbrengsten uit beleggingen	13	1.379	1.240
Waardeveranderingen van beleggingen	14	5.885	-944
Interest		-4	-1
Overige bedrijfsopbrengsten	15	27	41
Som der bedrijfsopbrengsten		<u>7.287</u>	<u>336</u>
Bedrijfslasten			
Vaste beheervergoeding	16	366	459
Prestatievergoeding	17	0	0
Afschrijving oprichtingskosten	11	7	7
Overige bedrijfskosten	18	107	91
Som der bedrijfslasten		<u>480</u>	<u>557</u>
Netto resultaat		<u>6.807</u>	<u>-221</u>

Kasstroomoverzicht 1 januari – 30 juni 2012

(bedragen in € 1.000)		<u>01-01-2012 / 30-06-2012</u>	<u>01-01-2011 / 30-06-2011</u>
Netto resultaat		6.807	-221
Mutatie beleggingen		-3.488	-1.452
Mutatie vorderingen		-22	384
Mutatie kortlopende schulden		-300	-404
Afschrijvingen		6	7
Netto kasstroom uit beleggingsactiviteiten		<u>3.003</u>	<u>-1.686</u>
Ontvangen bij (her)plaatsing eigen aandelen		2.064	5.319
Betaald bij inkoop eigen aandelen		-3.499	-2.855
Dividenduitkeringen		-1.119	-1.307
Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten		<u>-2.554</u>	<u>1.157</u>
Mutatie geldmiddelen		<u>449</u>	<u>-529</u>

Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening

Algemeen

Add Value Fund N.V. is een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal, zoals omschreven in artikel 2:76a van het Burgerlijk Wetboek en is voor onbepaalde tijd opgericht bij akte van 31 maart 2010, verleden voor notaris mr. K. Stelling te Amsterdam.

Het Fonds is statutair gevestigd te Amsterdam en is ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 34388204.

Het Add Value Fund opteert voor het fiscale regime van de fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt onder andere in dat het Fonds onderworpen is aan de Nederlandse vennootschapsbelasting tegen een tarief van 0%.

In beginsel dient de voor uitkering vatbare winst binnen acht maanden na afloop van het boekjaar aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd. In het algemeen mogen koerswinsten op de beleggingen worden toegevoegd aan de herbeleggingsreserve.

De aandelen in het Add Value Fund zijn genoteerd op de effectenbeurs van NYSE Euronext te Amsterdam. Onder de voorwaarden zoals omschreven in het prospectus kunnen aandelen dagelijks worden aangekocht dan wel verkocht. De ISIN code is NL0009388743. De symbol/ticker code is AVFNV.

Het halfjaarbericht is opgesteld conform in Nederland algemeen aanvaarde grondslagen voor financiële verslaggeving, in overeenstemming met Titel 9, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en met de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode. Alle bedragen luiden in euro's, tenzij anders vermeld.

Het boekjaar van Add Value Fund N.V. loopt van 1 januari tot en met 31 december 2012. In de periode 1 februari 2007 tot en met 30 maart 2010 was het Add Value Fund een fonds voor gemene rekening met een semi open-end karakter. Alle daarvoor in aanmerking komende activa en passiva zijn per 31 maart 2010 door Add Value Fund N.V. overgenomen van het Add Value Fund als fonds voor gemene rekening.

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

Waarderingsgrondslagen

Waardering van beleggingen en overige activa en passiva

De waardering van activa en passiva geschiedt naar maatstaven die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd.

Ten behoeve van de bepaling van het fondsvermogen worden de beleggingen en overige activa en passiva van het Fonds als volgt gewaardeerd:

- beursgenoteerde effecten worden gewaardeerd tegen de officiële slotkoers van de vorige handelsdag of, indien geen notering heeft plaatsgevonden, tegen het gemiddelde van de bied- en

laatkoers van de vorige handelsdag of op de door de directie vastgestelde reële waarde indien dit in het belang van de aandeelhouders is;

- liquide middelen en deposito's worden gewaardeerd tegen nominale waarde;
- overige activa en passiva worden eveneens gewaardeerd tegen nominale waarde. Hieronder vallen onder meer geactiveerde kosten, opgelopen nog niet uitgekeerde rente, betaalbaar gestelde nog niet ontvangen dividenden en verschuldigde nog niet in rekening gebrachte kosten en vergoedingen;
- geactiveerde oprichtingskosten worden afgeschreven in vijf jaar;
- activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omgerekend naar euro op basis van de actuele valutakoersen.

Bepaling resultaat

Het resultaat wordt bepaald door de aan de verslagperiode toe te rekenen gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten, dividenden en interest te verminderen met de aan de verslagperiode toe te rekenen lasten. De in de verslagperiode opgetreden gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten worden bepaald door op de verkoopopbrengst dan wel de balanswaarde aan het einde van de verslagperiode de aankoopwaarde dan wel de balanswaarde aan het einde van de vorige verslagperiode in mindering te brengen.

Toelichting op specifieke posten van de balans

1. Aandelen en opties

Alle beleggingen hebben betrekking op (certificaten van) aandelen in de genoemde beursgenoteerde ondernemingen alsmede hieraan gerelateerde optieconstructies.

De uitsplitsing van de beleggingen per 30 juni 2012 is als volgt (bedragen in € 1.000):

Aandelen		40.238
Optieconstructies		<u>21</u>
		<u>40.259</u>

De mutaties in de beleggingen in aandelen en opties zijn hieronder gespecificeerd (bedragen in € 1.000):

Stand begin verslagperiode		36.771
Aankopen	105	
Verkopen	-2.502	
Waardeveranderingen van beleggingen	<u>5.885</u>	
		<u>3.488</u>
Stand einde verslagperiode		<u>40.259</u>

De specificatie van de beleggingen in aandelen per 30 juni 2012 is als volgt (koers: bedragen in €, waarde: bedragen in € 1.000):

Belegging	Aantal	Koers	Waarde	%
UNIT4	225.000	20,10	4.523	11,3%
Brunel International	140.000	31,20	4.368	10,9%
LBI International	1.500.000	2,90	4.350	10,8%
Nedap	170.000	22,95	3.902	9,7%
Royal Imtech	195.000	18,78	3.662	9,1%
Hunter Douglas	105.000	30,75	3.229	8,0%
Koninklijke TenCate	150.000	21,02	3.153	7,8%
Acomo	250.000	12,03	3.007	7,5%
TMC Group	205.000	14,24	2.919	7,3%
ASM International	80.000	29,90	2.392	5,9%
Neways Electronics Int.	300.000	5,05	1.515	3,8%
Aalberts Industries	100.000	12,24	1.224	3,0%
TKH Group	70.000	16,92	1.184	2,9%
Macintosh Retail Group	90.000	9,00	810	2,0%
			<u>40.238</u>	<u>100,0%</u>

De specificatie van de beleggingen in optieconstructies per 30 juni 2012 is als volgt (bedragen in € 1.000):

	Aantal	Waarde
Imtech call december 2012, uitoefenprijs € 18,00	250	53
Imtech put december 2012, uitoefenprijs € 18,00	-250	-32
		<u>21</u>

De transactiekosten die gemoeid zijn met de aan- en verkopen van de beleggingen bedragen gemiddeld 0,2% van de effectieve waarde.

2. Overige vorderingen

Deze post heeft betrekking op te verrekenen dividendbelasting uit hoofde van de zogenaamde afdrachtvermindering.

3. Oprichtingskosten

De oprichtingskosten van het Fonds worden in vijf jaar afgeschreven. De enige mutatie in de verslagperiode heeft betrekking op de jaarlijkse afschrijvingen.

4. Liquide middelen

Dit betreft het rekening-courant saldo bij Kasbank N.V. van € 168.550 en een saldo van € 58.005 op een geblokkeerde rekening in verband met een aangegane optieconstructie (margin verplichting).

Eigen vermogen

5. Geplaatst kapitaal

Het maatschappelijk kapitaal per 30 juni 2012 bedraagt nominaal € 15.000.010 en is verdeeld in 6.000.000 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen van elk € 2,50. Hiervan is geplaatst en volgestort € 3.485.135 (1.394.050 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen).

De mutaties in het geplaatst kapitaal zijn als volgt (bedragen in € 1.000):

	2012 aantal	2012 bedragen
Stand begin verslagperiode	1.443.891	3.610
Uitgegeven / geplaatst	69.766	174
Ingekocht	<u>-119.603</u>	<u>-299</u>
	<u>-49.837</u>	<u>-125</u>
Stand einde verslagperiode	<u>1.394.054</u>	<u>3.485</u>

6. Agioreserve

Deze post betreft het saldo van het gestorte agio begrepen in de plaatsingen en inkoop van aandelen, welke gedurende de verslagperiode hebben plaatsgevonden.

Het verloop van de agioreserve is als volgt (bedragen in € 1.000):

Stand begin verslagperiode	29.591
Gestort bij uitgifte / plaatsing	1.890
Onttrokken bij inkoop	<u>-3.200</u>
	<u>-1.310</u>
Stand einde verslagperiode	<u>28.281</u>

7. Algemene reserve

Het verloop van deze post is als volgt (bedragen in € 1.000):

Stand begin verslagperiode	13.425
Dividenduitkering	-1.119
Onverdeeld resultaat voorgaand boekjaar	<u>-10.535</u>
Stand einde verslagperiode	<u><u>1.771</u></u>

Van de algemene reserve dient € 36.000 als wettelijke reserve te worden aangehouden in verband met de geactiveerde oprichtingskosten.

8. Onverdeeld resultaat

Het verloop van deze post is als volgt (bedragen in € 1.000):

Stand begin verslagperiode	-10.535
Ten laste van algemene reserve	10.535
Resultaat lopend boekjaar	<u>6.807</u>
	<u>17.342</u>
Stand einde verslagperiode	<u><u>6.807</u></u>

9. Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen

Deze post betreft de nog te betalen bedragen uit hoofde van ingekochte aandelen aan uitgetreden beleggers.

10. Te betalen beheervergoeding

Deze post betreft de verschuldigde beheervergoeding over de laatste maand van de verslagperiode.

11. Te betalen prestatievergoeding directie

De directie komt, indien van toepassing, per het einde van het boekjaar in aanmerking voor een prestatievergoeding.

Voor de berekening van de prestatievergoeding zijn de volgende termen van belang:

- nettorendement: de stijging van de intrinsieke waarde per aandeel in een boekjaar (vóór eventuele reservering van de prestatievergoeding) vermeerderd met de in dat boekjaar gedane dividenduitkeringen per aandeel;
- outperformance: indien het nettorendement hoger is dan 10%, is de outperformance gelijk aan het nettorendement minus 10%;
- underperformance: indien het nettorendement lager is dan 10%, is de underperformance gelijk aan 10% minus het nettorendement.

De prestatievergoeding is alleen verschuldigd bij outperformance in enig jaar en wordt als volgt berekend:

- 10% x (outperformance minus eventuele, nog niet verrekende, underperformance over de voorafgaande twee boekjaren), vermenigvuldigd met het gemiddeld in het boekjaar uitstaande aantal aandelen.

De prestatievergoeding is alleen verschuldigd indien de uitkomst van bovenstaande berekening positief is. Gedurende de verslagperiode is geen outperformance gerealiseerd en derhalve geen prestatievergoeding verantwoord.

12. Overlopende passiva

Onder deze post zijn reserveringen uit hoofde van met name marketingkosten, accountants- en advieskosten, kosten toezicht AFM en DNB, kosten NYSE Euronext, vergoedingen aan de Raad van Commissarissen, kosten aansprakelijkheidsverzekering en bankkosten opgenomen.

Toelichting op specifieke posten van de winst- en verliesrekening

13. Opbrengsten uit beleggingen

Hieronder zijn de dividendopbrengsten verantwoord die gedurende de verslagperiode aan het Fonds zijn toe te rekenen.

14. Waardeveranderingen van beleggingen

Dit betreft de gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten op beleggingen, inclusief ontvangen aandelen uit hoofde van stockdividenden. De uitsplitsing is als volgt (bedragen in € 1.000):

	2012	2011
Gerealiseerde koersresultaten	516	812
Ongerealiseerde koersresultaten	<u>5.369</u>	<u>-1.756</u>
Totaal	<u>5.885</u>	<u>-944</u>

15. Overige bedrijfsopbrengsten

Onder deze post zijn de ontvangen op- en afslagen verantwoord in verband uitgegeven en ingekochte aandelen van het Fonds vanwege toe- en uittredende beleggers.

16. Lasten (total expense ratio, transactiekosten en omloopsnelheid)

Total expense ratio

De total expense ratio (TER) van het Fonds over de verslagperiode, exclusief de te betalen prestatievergoeding aan de directie, bedraagt 2,39% op jaarbasis (2011: 2,15%). De TER inclusief de te betalen prestatievergoeding voor de directie bedraagt 2,39% op jaarbasis (2011: 2,15%).

De TER wordt berekend door de kosten van het Fonds te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende de verslagperiode. De gemiddelde intrinsieke waarde over de periode 1 januari – 30 juni 2012 wordt berekend op basis van de intrinsieke waarde van het Fonds per 1 januari, 31 maart en 30 juni waarbij de waarde per 1 januari en 30 juni voor de helft wordt meegenomen. De gemiddelde intrinsieke waarde over de verslagperiode bedraagt € 40.159.844.

Transactiekosten en omloopsnelheid

De transactiekosten die worden gemaakt bij de aan- en verkoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen en zijn daarom niet opgenomen in de TER. Deze in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst opgenomen transactiekosten bedragen over de verslagperiode in totaal ca € 5.500, ofwel 0,01% van de gemiddelde intrinsieke waarde van het Fonds. Deze transactiekosten zijn gedeeltelijk gemaakt in verband met aan- en verkopen van de beleggingen vanwege toe- en uittreedende beleggers in het Fonds. Voor de opbrengsten uit hoofde van de in dit verband ontvangen op- en afslagen wordt verwezen naar de toelichting onder punt 15.

Aangezien de transactiekosten geen deel uitmaken van bovengenoemde TER, wordt tevens de omloopsnelheid weergegeven. De omloopsnelheid vloeit voort uit het beleggingsbeleid van het Fonds en heeft betrekking op het totaal van de aan- en verkopen van de beleggingen in verhouding tot de gemiddelde intrinsieke waarde van het Fonds in de verslagperiode. Hierop vindt een correctie plaats voor de aan- en verkopen van de beleggingen vanwege toe- en uittreedende beleggers. De omloopsnelheid voor de verslagperiode bedraagt -7,4%.

De omloopsnelheid wordt als volgt berekend: $(A + V) - (U + I) / GIW * 100$, waarbij A = Aankopen, V = Verkopen, U = Uitgiftes, I = Innames en GIW = Gemiddeld Intrinsieke Waarde.

17. Vaste beheervergoeding

Dit betreft de door Keijser Capital Asset Management B.V. aan het Fonds in rekening gebrachte vaste beheervergoeding van 1,75% op jaarbasis over de gemiddelde omvang van het fondsvermogen. Deze vaste beheervergoeding wordt aan het einde van iedere maand gereserveerd ten laste van het fondsvermogen (0,14583%) en aan het begin van de daaropvolgende maand betaalbaar gesteld.

18. Overige bedrijfskosten

De overige bedrijfskosten kunnen als volgt worden gespecificeerd (bedragen in € 1.000):

	2012	2011
Marketingkosten	39	39
Kosten ENL Agent en Fund Agent	8	6
Accountantskosten	9	10
Kosten fiscaal advies	2	4
Kosten toezicht AFM en DNB alsmede noteringskosten	7	7
Bank- en bewaarloonkosten	14	4
Commissarissenvergoeding	12	12
Aansprakelijkheidsverzekering	7	7
Overige kosten	<u>9</u>	<u>2</u>
	<u><u>107</u></u>	<u><u>91</u></u>

De bezoldiging per commissaris bedraagt € 10.000 exclusief BTW op jaarbasis (2011: € 10.000 exclusief BTW op jaarbasis).

Overige toelichtingen

Niet uit de balans blijkende verplichtingen

Er zijn geen andere verplichtingen aangegaan die niet uit de balans blijken.

Bestuurdersbelangen

De leden van het beheerteam en aan hen gelieerde personen hebben aan het begin en aan het eind van de verslagperiode de volgende belangen in het Add Value Fund (aantal aandelen):

	30-06-2012	31-12-2011
H.T. Wiersma	2.244	2.244
W.F. Burgers	41.563	41.563
A.P.M. Bon	0	0

De leden van het beheerteam hebben geen belangen in ondernemingen die deel uitmaken van het beleggingsuniversum van het Fonds.

De leden van de Raad van Commissarissen van het Fonds en de leden van de directie van Keijser Capital N.V. hebben geen belangen in het Fonds en geen belangen in ondernemingen die deel uitmaken van het beleggingsuniversum van het Fonds.

Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

De directie van het Add Value Fund wordt gevoerd door Keijser Capital Asset Management B.V., welke vennootschap een 100%-dochtermaatschappij is van Keijser Capital N.V. Het voeren van de financiële en beleggingsadministratie van het Fonds alsmede de dagelijkse berekening van de intrinsieke waarde per aandeel is uitbesteed aan Keijser Capital N.V. De kosten verbonden aan deze uitbestede werkzaamheden worden door Keijser Capital Asset Management B.V. gedragen en komen niet ten laste van het Fonds.

Aan- en verkopen van beleggingen vinden bij verschillende financiële instellingen plaats, waaronder Keijser Capital N.V. De hoogte van de transactiekosten is bij alle betrokken instellingen gelijk en bedraagt 0,2% over de effectieve waarde. In de verslagperiode bedroegen de aan Keijser Capital N.V. betaalde transactiekosten 12% van de totale transactiekosten.

Resultaten

Hieronder zijn de resultaten van het Fonds opgenomen waarbij rekening is gehouden met de periode voor 31 maart 2010 waarin het Add Value Fund nog een fonds voor gemene rekening was. Onderstaande cijfers hebben derhalve betrekking op de periode 1 januari 2008 tot en met 30 juni 2012.

	30-06-2012	2011	2010	2009	2008
Algemeen					
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.394.054	1.443.891	1.535.478	1.824.024	2.057.516
Fondsvermogen (in €, ultimo)	40.344.228	36.090.656	49.726.718	39.071.558	28.330.062
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	28,94	25,00	32,39	21,42	13,77
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	29,08	24,87	32,55	-	-
Resultaten (bedragen in € 1.000)					
Opbrengsten	1.375	1.327	1.618	1.261	1.589
Waardeveranderingen	5.912	-10.869	17.766	14.282	-21.794
Kosten	-480	-993	-1.042	-520	-567
Totaal	<u>6.807</u>	<u>-10.535</u>	<u>18.342</u>	<u>15.023</u>	<u>-20.772</u>
Resultaten per aandeel (bedragen in €)¹					
Opbrengsten	0,99	0,92	1,05	0,69	0,77
Waardeveranderingen	4,24	-7,53	11,58	7,84	-10,59
Kosten	-0,34	-0,69	-0,68	-0,29	-0,28
Totaal per aandeel	<u>4,89</u>	<u>-7,30</u>	<u>11,95</u>	<u>8,24</u>	<u>-10,10</u>
Resultaat o.b.v. intrinsieke waarde per aandeel	+19,0%	-20,3%	+51,2%	+55,6%	-43,1%

Amsterdam, 31 juli 2012

De Directie,
 Keijser Capital Asset Management B.V.
 Beheerder van Add Value Fund N.V.

¹ De resultaten per aandeel zijn berekend op basis van het aantal uitstaande aandelen aan het eind van de verslagperiode

Overige gegevens

Statutaire regeling resultaatbestemming

De resultaatbestemming vindt plaats overeenkomstig artikel 25 van de statuten van het Fonds. De tekst van dit artikel luidt als volgt:

1. Van de winst die in het laatst verstreken boekjaar is behaald, kan de Prioriteit een zodanig bedrag toevoegen aan de reserves van de vennootschap als zij zal vaststellen.
De winst die resteert na de eventuele reservering als bedoeld in de vorige zin, staat ter beschikking van de Algemene Vergadering.
2. De vennootschap kan slechts uitkeringen doen voor zover haar eigen vermogen groter is dan het gestorte en opgevraagde deel van het geplaatste kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden.
Op prioriteitsaandelen zal over enig boekjaar nimmer meer dividend worden uitgekeerd dan een percentage van het nominaal bedrag van die aandelen, gelijk aan het percentage van de wettelijke rente op de laatste dag van het boekjaar waarover dividend wordt vastgesteld.
Prioriteitsaandelen delen ook niet in enige reserve.
3. Uitkering van winst geschiedt eerst na vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is.
4. Door de vennootschap gehouden aandelen of certificaten en aandelen of certificaten die de vennootschap in vruchtgebruik heeft, tellen niet mee bij de berekening van de winstverdeling.
5. De algemene vergadering kan besluiten tot het doen van tussentijdse uitkeringen. Een besluit tot het uitkeren van een interim-dividend uit de winst over het lopende boekjaar kan tevens door de directie worden genomen.
Uitkeringen als in dit lid bedoeld, kunnen slechts geschieden indien is voldaan aan het bepaalde in lid 3 van dit artikel blijkens een tussentijdse vermogensopstelling als bedoeld in artikel 105 lid 4 van Boek 2.
6. De algemene vergadering kan besluiten dat dividenden geheel of gedeeltelijk in een andere vorm dan in contanten zullen worden uitgekeerd.
7. Ten laste van door de wet voorgeschreven reserves mag een tekort slechts worden gedelgd indien en voor zover de wet dat toestaat.

Prioriteit

Er zijn vier prioriteitsaandelen geplaatst bij Keijser Capital N.V. De houders van de prioriteitsaandelen zijn bevoegd een vergadering van de Prioriteit bijeen te roepen. Aan de Prioriteit zijn diverse bijzondere rechten toegekend, waaronder het doen van een bindende voordrachten voor de benoeming van de directie en de leden van de Raad van Commissarissen. Tevens kan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een besluit tot statutenwijziging, fusie of ontbinding slechts nemen op voorstel van de Prioriteit.

Gebeurtenissen na balansdatum

Tot op heden hebben geen significante gebeurtenissen plaatsgevonden.

Verklaring betreffende het halfjaarbericht

De directie verklaart dat dit halfjaarverslag een getrouw beeld geeft van de grootte en samenstelling van het vermogen van het Add Value Fund per 30 juni 2012 en van het resultaat over de periode 1 januari 2012 tot en met 30 juni 2012.

Geen accountantscontrole

De cijfers in dit halfjaarbericht zijn niet door de externe accountant gecontroleerd.

Algemene gegevens

Add Value Fund N.V.	Keizersgracht 410 1016 GC Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 531 2121 Telefax: +31 (0)20 531 2195 E-mail: info@addvaluefund.nl Website: www.addvaluefund.nl
Directie	Keijser Capital Asset Management B.V. Keizersgracht 410 1016 GC Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 531 2121 Telefax: +31 (0)20 531 2195 E-mail: info@kcam.nl
Raad van Commissarissen	De heer drs. R.C.J. Meijer De heer E.C. Bouwmeester
Depotbank, ENL Agent en Fund Agent	KAS Bank N.V. Spuistraat 172 1012 VT Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 557 5911
Accountant	Mazars Paardekooper Hoffman Accountants N.V. Rivium Promenade 200 Postbus 23123 3001 KC Rotterdam Telefoon : +31 (0)10 277 1576
Juridisch adviseur	Warendorf Advocaten en Notarissen Koningslaan 42 1075 AE Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 798 8200

Risicoprofiel

Hieronder volgt een beschrijving van de belangrijkste risico's die beleggers lopen wanneer zij beleggen in het Add Value Fund:

Algemeen

Aan het beleggen in aandelen van het Add Value Fund zijn financiële kansen, maar ook financiële risico's verbonden. Factoren die invloed kunnen uitoefenen op de waarde van de aandelen van het Fonds zijn niet beperkt tot de factoren die in hieronder zijn weergegeven.

De waarde van de beleggingen kan zowel stijgen als dalen en beleggers kunnen bij verkoop van hun aandelen mogelijk minder terugkrijgen dan zij hebben geïnvesteerd. Aandeelhouders kunnen niet meer dan hun inleg verliezen. De waarde van de beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. Indien de hieronder vermelde risico's zich verwezenlijken, kan dit de prijs en de waarde van de beleggingen van het Fonds beïnvloeden en kan de intrinsieke waarde van het aandeel dalen.

Markt- en prijsrisico

Aan een belegging in aandelen van het Add Value Fund zijn dezelfde (gebruikelijke) risico's verbonden als aan een belegging in aandelen. Hieronder vallen onder andere een waardedaling van het aandeel als gevolg van waardedalingen van de beleggingen van het Fonds, die kunnen optreden als de hele markt of een categorie van beleggingen daalt. Deze dalingen kunnen worden veroorzaakt door algemeen economische ontwikkelingen, bedrijfstakgewijze ontwikkelingen, ondernemingsspecifieke factoren, (geo)politieke en fiscale ontwikkelingen en de ontwikkelingen van vraag en aanbod op de aandelenmarkten.

Verhandelbaarheid

De beleggingen in small- en midcap ondernemingen kennen (soms) een beperkte verhandelbaarheid, waardoor de beleggingen mogelijk niet in korte tijd op een verantwoorde manier zijn af te bouwen of alleen tegen lagere koersen kunnen worden verkocht.

Concentratierisico

Het Add Value Fund belegt in een beperkt aantal Nederlandse small- en midcap ondernemingen waarin in beginsel een relatief groot belang kan worden genomen. Meerdere ondernemingen in portefeuille kunnen voorts in dezelfde sector actief zijn. Hierdoor zullen gebeurtenissen die van invloed zijn op deze ondernemingen, de waarde van de portefeuille van het Fonds meer beïnvloeden dan wanneer de portefeuille minder geconcentreerd zou zijn samengesteld. Dit leidt tot een hoger risicoprofiel van het Add Value Fund.

Risico van afwijkende performance ten opzichte van index

Het Fonds wijkt door de gekozen beleggingsstrategie in haar portefeuille significant af van de samenstelling van de gepubliceerde small- en midcapindices. Hierdoor ontstaan specifieke risico's die tot uitdrukking kunnen komen in aanzienlijke verschillen in performance, zowel positief als negatief.

Inflexibiliteitsrisico

Het is gezien het open-end karakter van het Add Value Fund mogelijk dat zij wordt geconfronteerd met een groot aantal uittredingen, waardoor beleggingen vroegtijdig moeten worden afgebouwd tegen mogelijk ongunstige voorwaarden. Zoals in het prospectus is omschreven, kan de inkoop van aandelen onder bepaalde omstandigheden (tijdelijk) worden opgeschort.

Risico van beleggen met geleend geld

Het tijdelijk aangaan van leningen voor de verwerving van beleggingen kan een hefboomwerking hebben op de ontwikkeling van de intrinsieke waarde, zowel in positieve als in negatieve zin. Indien de rentelasten hoger zijn dan de directe of indirecte baten van de gefinancierde beleggingen, is er sprake van een zogenaamde negatieve hefboom die (tijdelijk) tot een lager of negatief rendement leidt.

Valutarisico

Aangezien het Fonds in ondernemingen kan beleggen die hun resultaten deels buiten de eurozone realiseren, is er sprake van een indirect valutarisico. Ook kan er sprake zijn van beleggingen die niet luiden in euro's, waardoor de onderliggende waarde door valutaschommelingen wordt beïnvloed.

Risico van (fiscale) wetwijzigingen

Financiële en fiscale wet- en regelgeving kunnen veranderen, waardoor een gunstige omstandigheid op het moment van aankoop van aandelen van het Add Value Fund nadelig kan wijzigen. Dit risico is inherent aan alle wetgeving in het algemeen en elke fiscaalvriendelijke beleggingsstructuur in het bijzonder.

Inflatierisico

Dit is het risico dat de koopkracht van de belegde euro kan verminderen in geval van geldontwaarding.

Tegenpartijrisico, afwikkelingsrisico, bewaarnemingsrisico

Het tegenpartij- en afwikkelingsrisico heeft betrekking op het in gebreke blijven van tegenpartijen bij levering van effecten dan wel betaling van de tegenwaarde. Het bewaarnemingsrisico betreft het risico van verlies van in bewaring gegeven activa als gevolg van insolventie, nalatigheid of frauduleuze handelingen van een (onder)bewaarnemer.