

## **Halfjaarbericht 2009**



## **Inhoudsopgave**

Algemene gegevens .....	3
Kerncijfers .....	4
Verslag van de beheerder .....	5
Balans per 30 juni 2009 .....	7
Winst- en verliesrekening 1 januari - 30 juni 2009 .....	8
Kasstroomoverzicht 1 januari - 30 juni 2009 .....	8
Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening.....	9

## Algemene gegevens

### Algemeen

Het Add Value Fund (hierna ook: "het Fonds") is een besloten fonds voor gemene rekening met een semi open-end karakter. Een fonds voor gemene rekening is geen rechtspersoon met een afgescheiden vermogen, maar een overeenkomst tussen de beheerder, de bewaarder en de participanten in het fonds, waarbij door de beheerder voor rekening en risico van de participanten gelden worden belegd in vermogenswaarden die op naam van de bewaarder voor de participanten worden bewaard.

De semi open-end structuur houdt in dat toe- en uittreding door participanten, onder de in het prospectus genoemde voorwaarden, telkens op de eerste werkdag van de maand mogelijk is.

Personen of instellingen die toetreding tot het Fonds verzoeken en de participanten in het Fonds worden geacht bekend te zijn met en zich te onderwerpen aan de in de voorwaarden van beheer en bewaring gegeven regels met betrekking tot het Fonds en met de inhoud van het prospectus van het Fonds.

Het minimum bedrag waarvoor kan worden geparticipeerd, bedraagt € 50.000 exclusief de kosten van uitgifte.

Het Fonds is opgericht op 11 januari 2007. Het prospectus is opgenomen op de website van het Fonds, [www.addvaluefund.nl](http://www.addvaluefund.nl). De ISIN code van het Fonds is NL0000688687. Het Fonds is niet beursgenoteerd.

Het Fonds is een beleggingsfonds in de zin van de Wet op het financieel toezicht. De beheerder, Keijser Capital Asset Management B.V., heeft een vrijstelling van de vergunningplicht bij de Autoriteit Financiële Markten.

#### Beheerder

Keijser Capital Asset Management B.V.  
Koningslaan 34  
1075 AD Amsterdam  
Telefoon: +31 (0)20 531 2121  
Telefax: +31 (0)20 531 2196

#### Bewaarder

KAS-Trust Bewaarder Add Value Fund B.V.  
Spuistraat 172  
1012 VT Amsterdam  
Telefoon: +31 (0)20 557 51 32  
Telefax: + 31 (0)20 557 6100

### Fiscale positie van het fonds

Het Fonds is een fiscaal besloten fonds voor gemene rekening, heeft geen rechtspersoonlijkheid en is zodoende niet onderworpen aan de vennootschapsbelasting. Daardoor is het Fonds over de beleggingswinst geen belasting verschuldigd. De activa en passiva van het Fonds worden naar rato van omvang en duur van de deelname geacht rechtstreeks tot het vermogen van de participanten te behoren.

Op de door het Fonds ontvangen dividenden wordt dividendbelasting ingehouden. Deze dividendbelasting komt niet voor rekening van het Fonds, maar voor rekening van de houders van de participaties in het Fonds.

Binnen de regelgeving die daarvoor geldt, kunnen participanten de dividendbelasting die is ingehouden op door het Fonds ontvangen dividenden met de door hen verschuldigde belastingheffing verrekenen dan wel terugvragen.

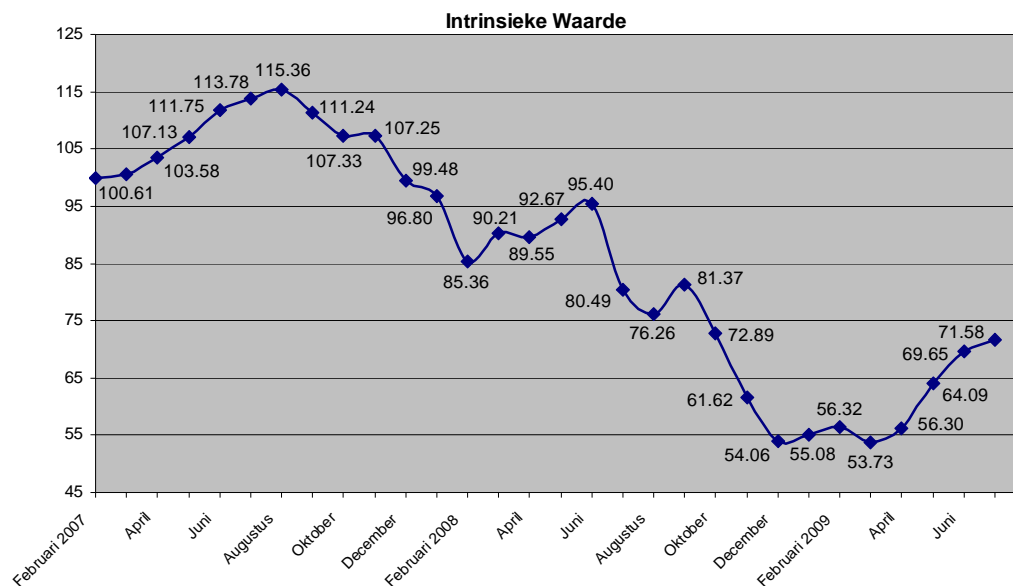
## Kerncijfers

Het Add Value Fund belegt uitsluitend in beursgenoteerde Nederlandse mid- en smallcaps. Hieronder worden verstaan ondernemingen, niet zijnde (vastgoed)beleggingsfondsen, met een marktkapitalisatie van tenminste EUR 20 miljoen en met een notering op Euronext Amsterdam of een ander erkend handelsplatform, zoals Alternext of AIM.

De kerncijfers van het Fonds per 30 juni 2009 zijn als volgt:

	30-06-2009	30-06-2008	30-06-2007
Aantal uitstaande participaties	498.106	480.612	390.250
Participatiewaarde	€ 71,58	€ 80,49	€ 113,78
Fondsvermogen	€ 35.654.143	€ 38.685.662	€ 44.403.306
Hoogste intrinsieke waarde per participatie over verslagperiode	€ 71,58	€ 96,80	€ 113,78
Laagste intrinsieke waarde per participatie over verslagperiode	€ 53,73	€ 80,49	€ 100,00
Beleggingsresultaat op basis van participatiewaarde over verslagperiode 1 januari - 30 juni	29,96%	-16,85%	13,78%

De ontwikkeling van de intrinsieke waarde per participatie vanaf februari 2007 is als volgt:



## Verslag van de beheerder

### Inleiding

In het eerste halfjaar van 2009 vervolgden de aandelenmarkten aanvankelijk de dalende tendens van de voorgaande zeventien maanden. Medio maart werd de bodem bereikt, waarna een krachtig technisch koersherstel volgde. Deze stemmingsverbetering was niet zo zeer het gevolg van verbeterde economische vooruitzichten, maar veeleer de weerspiegeling van het groeiend vertrouwen dat het internationale financiële systeem als gevolg van gecoördineerd beleid van de monetaire autoriteiten overeind zou blijven. Daarenboven was in extreme mate liquiditeit in het systeem gepompt die gaandeweg ook in de richting van risicodragender beleggingscategorieën, zoals aandelen, werd gedirigeerd. Tenslotte waren in maart 2009 de aandelenmarkten in hoge mate 'oversold': veel koersdalingen in het eerste kwartaal waren het gevolg van gedwongen verkopen van onder meer pensioenfondsen die het risicoprofiel van hun beleggingsportefeuilles geforceerd trachtten te verlagen. Vanaf april won het technisch koersherstel aan kracht. Dit gold in het bijzonder voor Nederlandse small- en midcaps die een beduidend beter beleggingsresultaat realiseerden dan het brede marktgemiddelde.

De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg over de eerste zes maanden van 2009 met 30% van € 55,08 naar € 71,58. Per 25 augustus 2009 bedraagt de intrinsieke waarde per participatie € 79,87.

### Portefeuillestructuur

De beheerder streeft ernaar een portefeuille samen te stellen die een combinatie vormt van ondernemingen met voldoende defensieve kwaliteit en ondernemingen met een krachtig winstmomentum en een leidende positie in de betreffende bedrijfstak.

In de verslagperiode hebben wij de accenten in de portefeuille zodanig verlegd, dat zo optimaal mogelijk kan worden ingespeeld op een herstel van vertrouwen bij beleggers en een bijbehorende inhaalslag van de betreffende aandelenkoersen.

Ondernemingen die naar verwachting voor een langere periode hinder zullen ondervinden van de economische laagconjunctuur werden ofwel qua weging gereduceerd (Aalberts Industries, BAM Groep, ICT Automatisering, Nedap, TKH Group), dan wel geheel verkocht (Draka Holding, Ordina).

De posities in Exact Holding en Sligro Food Group werden gereduceerd op grond van een verhoudingsgewijs hoge waardering in relatie tot een laag winstmomentum.

Daarentegen werden de belangen vergroot in ondernemingen waarvan de aandelenkoers in verhouding te sterk was gedaald in relatie tot het middellange termijn winstpotentieel. In dit kader werden aankopen verricht in Acomo, Brunel International, Crucell, Direct Wonen, Grontmij, Imtech, LBi International en Unit 4 Agresso. Als nieuwe namen werden raambekledingsspecialist Hunter Douglas en technisch textielproducent Koninklijke Ten Cate in de portefeuille opgenomen.

Er werd een aantrekkelijk positief beleggingsresultaat geboekt op de verkoop van de participatie in Eriks Group, die door een 'knock out' bieding van SHV (Steenkolen Handelsvereniging) van de beurs werd gehaald.

Het belang in PEHAC (Pan European Hotel Acquisition Company) werd verkocht tegen nagenoeg de aankoopprijs. Deze 'blank check company' was uiteindelijk een kort beursleven beschoren nadat bleek dat investeerders niet bereid waren het door de recessie verhoogde risicoprofiel van hotelbeleggingen te accepteren en hun toegezegde investeringen terugvorderden.

### **Doelstelling**

Het Add Value Fund heeft zich ten doel gesteld een jaarlijks totaal netto beleggingsresultaat van ten minste 15% te realiseren. Het betreft hier een gemiddeld resultaat over een langjarige periode. Deze 15% is samengesteld uit een dividendrendement van circa 2,5%, een zogenaamd handelsrendement van eveneens circa 2,5% en een portefeuillestructuurrendement van ten minste 10%.

### **Realisering van de doelstelling**

Over de eerste zes maanden van 2009 werd een waardestijging van 30% gerealiseerd.

Er werd een totaal van € 1.173.000 aan dividendinkomsten gegenereerd. Hierin zijn de inkomsten uit keuzedividenden niet begrepen. Op een totaalwaarde van de portefeuille van € 35,6 miljoen per 30 juni 2009 werd een dividendrendement van 3,3% geboekt (2008 H1: 3,6%).

De waardeveranderingen van de beleggingen, inclusief het gerealiseerde handelsresultaat, kwamen over de eerste zes maanden per saldo uit op een stijging van € 7.199.000. Dit resultaat was de combinatie van een gerealiseerd waardeverlies ten bedrage van € 5.416.000 en een ongerealiseerde waardestijging ten bedrage van € 12.615.000.

Het gerealiseerde waardeverlies kwam voornamelijk op conto van verkopen in Draka Holding, Ordina, Aalberts Industries en Koninklijke BAM Groep. De eerstgenoemde twee deelnemingen werden verkocht, terwijl de weging van de laatstgenoemde twee ondernemingen belangrijk werd verlaagd.

De grootste bijdrage aan de ongerealiseerde waardestijging werd geleverd door de deelnemingen in Brunel International, Crucell, Aalberts Industries en Unit 4 Agresso.

Het handelsresultaat wordt gedefinieerd als een korte termijn beleggingsresultaat dat de beheerder weet te realiseren door een koersinefficiency te lokaliseren en vervolgens ten nutte van het fonds te laten komen. In de verslagperiode werd een handelsresultaat van € 333.000 gerealiseerd. De voornaamste winsten werden gerealiseerd op transacties in Eriks Group, Crucell, BinckBank en Acomo.

### **Vooruitzichten**

Het jaar 2009 staat in het teken van een breed herstel van aandelenkoersen. Dit herstel zette zich door in de eerste twee maanden van het tweede halfjaar. Naast de eerste tekenen van een uitbodemde economie, is het vooral de beschikbaarheid van liquiditeit die dit technische herstel versterkt. Vooralsnog blijft de rente laag, zodat de opbrengst uit vastrentende beleggingen gering is. Daartegenover staat dat beleggers iets risicovoller durven te opereren, nu de vooruitzichten voor een economisch herstel in 2010 wat vastere vormen beginnen aan te nemen.

Wij verwachten het lopende boekjaar af te sluiten met een duidelijk positief beleggingsresultaat. Een aanzienlijk gedeelte van de (on)gerealiseerde verliezen van 2007 en 2008 zal naar verwachting worden ingelopen. Het accent van de portefeuille blijft liggen op ondernemingen met een toonaangevende marktpositie en eersteklas balansverhoudingen.

Amsterdam, 25 augustus 2009  
Keijser Capital Asset Management B.V.

De directie,  
W.F. Burgers  
K.J. Vogel  
H.T. Wiersma

## Balans per 30 juni 2009

(bedragen in € 1.000)

		<u>30-06-2009</u>	<u>30-06-2008</u>
<b>ACTIVA</b>			
<b>Vaste activa</b>			
Oprichtingskosten		29	40
<b>Beleggingen</b>			
Beleggingen	1	32.957	38.172
<b>Vlottende activa</b>			
Vorderingen en overlopende activa		0	30
Liquide middelen	2	2.957	869
		<u>2.957</u>	<u>899</u>
		<u>35.943</u>	<u>39.111</u>
<b>PASSIVA</b>			
<b>Fondsvermogen</b>			
Participaties	3	50.386	48.493
Cumulatief resultaat		-14.732	-9.807
		<u>35.654</u>	<u>38.686</u>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Ontvangen bedragen inzake toe te treden participanten		0	50
Te betalen beheervergoeding		36	39
Voorziening prestatievergoeding	4	0	0
Nog te betalen bedragen	5	253	336
		<u>289</u>	<u>425</u>
		<u>35.943</u>	<u>39.111</u>

## Winst- en verliesrekening 1 januari - 30 juni 2009

(bedragen in € 1.000)		01-01-2009 / 30-06-2009	01-01-2008 / 30-06-2008
<b>Baten</b>			
Opbrengst uit beleggingen	6	1.173	1.391
Waardeveranderingen van beleggingen	7	7.199	-8.777
Interest		7	24
Overige bedrijfsopbrengsten		3	14
<b>Totaal baten</b>		<b>8.382</b>	<b>-7.348</b>
<b>Lasten</b>			
Vaste beheervergoeding	8	186	255
Voorziening prestatievergoeding beheerder	9	0	0
Afschrijving oprichtingskosten		6	6
Overige bedrijfskosten	10	24	73
<b>Totaal lasten</b>		<b>216</b>	<b>334</b>
<b>Resultaat</b>		<b>8.166</b>	<b>-7.682</b>

## Kasstroomoverzicht 1 januari - 30 juni 2009

(bedragen in € 1.000)		01-01-2009 / 30-06-2009	01-01-2008 / 30-06-2008
Resultaat		8.166	-7.682
Mutatie beleggingen		-6.307	1.830
Mutatie kortlopende vorderingen		0	-29
Mutatie kortlopende schulden		219	-151
Afschrijvingen		5	5
<b>Netto kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		<b>2.083</b>	<b>-6.027</b>
Saldo toe- en uitreders		-842	5.921
<b>Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		<b>-842</b>	<b>5.921</b>
<b>Mutatie geldmiddelen</b>		<b>1.241</b>	<b>-106</b>



## Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening

### Algemeen

Het halfjaarbericht is opgesteld conform in Nederland algemeen aanvaarde grondslagen voor financiële verslaggeving. Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode. Het boekjaar is gelijk aan het kalenderjaar. Alle bedragen luiden in euro's, tenzij anders vermeld.

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 in het Fonds als volgt gewaardeerd:

- beursgenoteerde effecten worden gewaardeerd tegen de laatst gedane officiële beurskoers of, indien geen notering heeft plaatsgevonden, tegen het gemiddelde van de bied- en laatkoers van de vorige handelsdag of op de door de beheerder vastgestelde reële waarde indien dit in het belang van de participanten is.
- liquide middelen en deposito's worden gewaardeerd tegen nominale waarde.

De waardering van de overige activa en passiva vindt eveneens plaats tegen nominale waarde. Hieronder vallen mede de opgelopen interest, de vastgestelde, nog niet ontvangen dividenden en de verschuldigde, nog niet in rekening gebrachte kosten en vergoedingen.

#### 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. Beleggingen

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

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

Stand begin verslagperiode		26.650
Aankopen	8.478	
Verkopen	-9.370	
Waardeveranderingen van beleggingen	<u>7.199</u>	<u>6.307</u>
Stand einde verslagperiode		<u><u>32.957</u></u>

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

De specificatie van de beleggingen per 30 juni 2009 is als volgt (bedragen in € 1.000):

Crucell	4.286	13,0%
Imtech	3.183	9,7%
Unit 4 Agresso	2.650	8,0%
Brunel International	2.445	7,4%
Nedap	2.170	6,6%
Koninklijke Ten Cate	2.151	6,5%
Smit Internationale	1.900	5,8%
Direct Wonen	1.772	5,4%
TKH Group	1.485	4,5%
Grontmij	1.425	4,3%
HES Beheer	1.208	3,7%
Koninklijke BAM Groep	1.094	3,3%
Amsterdam Commodities	1.077	3,3%
Neways Electronics International	1.035	3,1%
Sligro Food Group	936	2,8%
Aalberts Industries	839	2,6%
Hunter Douglas	826	2,5%
LBI International	658	2,0%
ICT Automatisering	479	1,5%
DPA Flex Group	476	1,4%
Exact Holding	431	1,3%
Beter Bed Holding	431	1,3%
	<u><u>32.957</u></u>	<u><u>100,0%</u></u>

## 2. Liquide middelen

De liquide middelen zijn direct opvraagbaar.

## 3. Fondsvermogen

De mutatie in het fondsvermogen is als volgt opgebouwd (bedragen in € 1.000):

Fondsvermogen begin verslagperiode		28.330
Saldo toetreders	451	
Saldo uittreeders	-1.293	
Saldo baten en lasten	8.166	
		<u>7.324</u>
Fondsvermogen einde verslagperiode		<u>35.654</u>

## 4. Voorziening prestatievergoeding beheerder

Het Fonds is aan de beheerder een prestatievergoeding verschuldigd, die achteraf op jaarbasis betaalbaar is. De prestatievergoeding per participatie bedraagt 15% van het positieve verschil tussen de "prestatiewaarde" en de "geïndexeerde waarde" per participatie.

De prestatiewaarde is de intrinsieke waarde per participatie (vóór de vaststelling van de prestatievergoeding) ultimo afgesloten boekjaar, vermeerderd met de door participanten verrekenbare dividendbelasting per participatie sinds het laatste boekjaar waarin een prestatievergoeding in rekening is gebracht.

De geïndexeerde waarde is de intrinsieke waarde per participatie (na toekenning van de prestatievergoeding) ultimo het laatste afgeronde boekjaar waarin een prestatievergoeding in rekening is gebracht, geïndexeerd met een samengesteld percentage van 15% per jaar.

Per 30 juni 2009 is geen prestatievergoeding verschuldigd aan de beheerder. Er is derhalve geen voorziening gevormd.

## 5. Nog te betalen bedragen

Onder deze post zijn reserveringen uit hoofde van accountantskosten, bewaardersvergoeding en bankkosten opgenomen alsmede verplichtingen in verband met nog af te wikkelen effectentransacties ten bedrage van € 211.000.

## Toelichting op specifieke posten van de winst- en verliesrekening

### 6. Opbrengst uit beleggingen

Hieronder is verantwoord het netto contante dividend.

## 7. 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):

Gerealiseerde koersresultaten	-5.416
Ongerealiseerde koersresultaten	<u>12.615</u>
Totaal	<u>7.199</u>

In bijlage 1 is een specificatie opgenomen van alle gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten.

## 8. Lasten

De total expense ratio (TER) van het Fonds over de verslagperiode bedraagt 1,44% op jaarbasis. De TER wordt berekend door de kosten te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende de verslagperiode. De gemiddelde intrinsieke waarde over de periode januari - juni 2008 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 € 29,9 miljoen.

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.

## 9. Vaste beheervergoeding

Dit betreft de door Keijser Capital Asset Management B.V. aan het Fonds in rekening gebrachte vaste beheervergoeding van 1,2% 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 (0,1%) en aan het begin van de daaropvolgende maand betaalbaar gesteld.

## 10. Overige bedrijfskosten

De overige bedrijfskosten bestaan onder meer uit accountantskosten, kosten voor fiscale en juridische adviezen, drukwerk, bankkosten, bewaarloon, bewaardersvergoeding en marketingkosten (inclusief ontwikkeling website).

## Overige toelichtingen

### Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

Het beheer van het Fonds wordt gevoerd door Keijser Capital Asset Management B.V. Er worden geen kerntaken uitbesteed aan derden.

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.

**Bijlage 1: specificatie gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten**

(bedragen in € 1.000)	gerealiseerde waardeveranderingen	ongerealiseerde waardeveranderingen	totaal waardeveranderingen	ontvangen dividend
Aalberts Industries	-725	-1.595	-2.320	48
Acomo	11	118	129	55
Koninklijke BAM Groep	-711	-1.067	-1.778	106
Beter Bed Holding	-6	-47	-53	10
BinckBank	23	0	23	0
Brunel International	-75	-311	-386	116
Crucell	109	663	772	0
Direct Wonen	0	291	291	0
DPA Flex Group	0	-1.243	-1.243	0
Draka Holding	-1.816	0	-1.816	0
Eriks Group	184	0	184	22
Exact Holding	-118	-85	-203	37
Grontmij	0	46	46	44
HES Beheer	0	-227	-227	26
Hunter Douglas	2	114	116	23
ICT Automatisering	-406	-765	-1.171	26
Imtech	-1	95	94	113
LBI International	0	-1.310	-1.310	0
Nedap	-64	-1.894	-1.958	208
Neways Electronics Int.	0	-840	-840	0
Ordina	-1.250	0	-1.250	0
PEHAC	-138	0	-138	77
Sligro	-309	-291	-600	27
Smit International	0	-544	-544	115
Koninklijke Ten Cate	0	352	352	22
TKH Group	-97	-209	-306	98
Unit 4 Agresso	-33	-765	-798	0
Diversen	4	0	4	0
	<u>-5.416</u>	<u>-9.514</u>	<u>-14.930</u>	<u>1.173</u>
Totaal	-5.416	-9.514 <sup>1</sup>	-14.930	1.173
w.v. ongerealiseerd a.p.		<u>-22.129</u>	<u>-22.129</u>	
<b>Totaal 2009</b>	<u><u>-5.416</u></u>	<u><u>12.615</u></u>	<u><u>7.199</u></u>	<u><u>1.173</u></u>

<sup>1</sup> betreft het totaal aan ongerealiseerde waardeveranderingen ten opzichte van de oorspronkelijke aanschafwaarde