

MAANDBERICHT OVER MEI 2010

Inleiding

De maand mei is traditioneel een goede maand voor beleggers. De afgelopen drie jaar boekte het Add Value Fund in mei een gemiddeld beleggingsresultaat van +5,3%. Hoe anders was de gang van zaken in mei 2010. Als gevolg van de kredietproblematiek in Zuid-Europa, met name in Griekenland, ontstond een vertrouwenscrisis in de Euro die zijn sporen naliet in de aandelenmarkt. Op Wall Street was het de slechtste meimaand sinds de Tweede Wereldoorlog en ook de AEX-index noteerde met een verlies van 6,6% op 320,70, de zwakste maandperformance sinds de start van de metingen. De Amsterdam Midkap Index en de Amsterdam Smallcap Index verloren respectievelijk 7,5% en 5,8%. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund wist de daling te beperken tot 5,2% van € 24,58 naar € 23,30. Over de eerste vijf maanden van 2010 bedraagt de waardestijging van het fonds 8,8%.

Per 31 mei 2010 was voor een bedrag van € 38,9 miljoen belegd in 18 ondernemingen. Per 1 juni 2010 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 39,2 miljoen, waarmee sprake is van een nagenoeg volbelegde portefeuille.

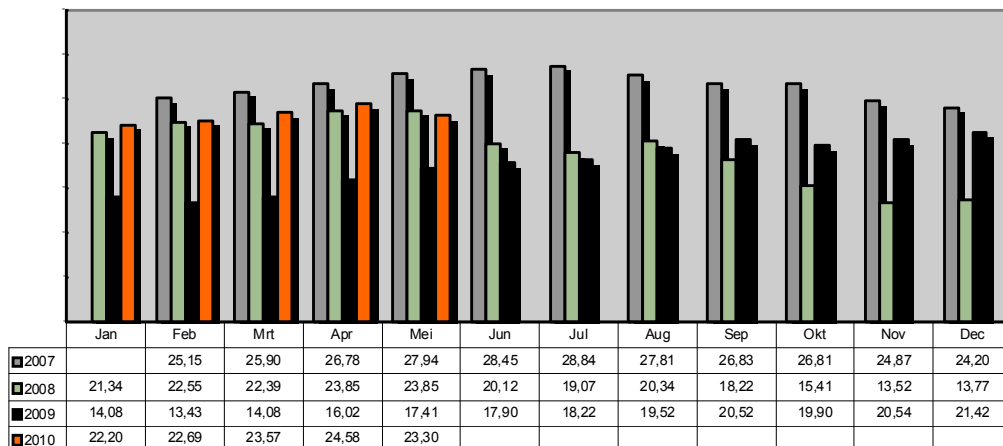
De beurskoers, intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 juni 2010 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 23,18
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 23,30
Fondsvermogen	€ 39.182.196
Aantal uitstaande aandelen	1.681.661

De gerealiseerde rendementen (procentueel) op basis van de intrinsieke waarde en na kosten vanaf de start van het fonds zijn in het volgende overzicht weergegeven:

Jaar	Jan.	Febr.	Mrt.	Apr.	Mei	Juni	Juli	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jaar	Cum.
2007	-	+0,6	+2,9	+3,4	+4,3	+1,8	+1,4	-3,6	-3,5	0,0	-7,2	-2,7	-3,20	-3,20
2008	-11,8	+5,7	-0,7	+3,5	+2,9	-15,6	-5,3	+6,7	-10,4	-15,5	-12,3	+1,9	-43,10	-44,92
2009	+2,2	-4,6	+4,8	+13,8	+8,7	+2,8	+1,8	+7,1	+5,1	-3,0	+3,2	+4,3	+55,55	-14,32
2010	+3,7	+2,2	+3,9	+4,3	-5,2								+8,78	-6,80

De ontwikkeling van de intrinsieke waarde per aandeel in Euro's is hieronder weergegeven:



Mutaties in de portefeuille

De relatief kleine debetpositie van eind april werd weggewerkt door *top slicing* van de posities in **Aalberts Industries**, **Amsterdam Commodities**, **HES Beheer**, **Imtech**, **Koninklijke Ten Cate**, **Sligro Food Group** en **TKH Group**. Het belang in **Nedap** werd licht verhoogd in anticipatie op een krachtig omzet- en winstherstel in het lopende boekjaar. Er werd een aanvang gemaakt met de opbouw van een belang in **ASM International** (ASMI), toonaangevend producent van front-end en back-end machines ten behoeve van de semiconductor-industrie. Deze sector bevindt zich in een sterke uptrend, die naar onze mening nog onvoldoende wordt gereflecteerd in de beurswaardering van ASMI. Tenslotte werd de synthetische optiepositie in Crucell doorgerold van juni naar december 2010.

Bedrijfsnieuws

Technisch dienstverlener **Imtech** ontving de prestigieuze opdracht voor de realisering van twee duurzame energiecentrales in Limburg ter waarde van € 140 miljoen. De centrales wekken duurzame elektriciteit op gelijk aan de behoefte van 65.000 Limburgse huishoudens. De Provincie Limburg heeft Imtech op basis van een Europese aanbestedingsprocedure gekozen. Uit de zes offertes die op 7 april 2010 zijn ingezonden, heeft Imtech de economisch meest voordelige inschrijving gedaan. Technologie, duurzaamheid en economische haalbaarheid gaan bij het bereiken van duurzaamheidsdoelstellingen hand in hand. De kracht van Imtech is dat het energietechnologie in alle technische oplossingen inbrengt en combineert tot een economisch rendabele totaaloplossing, die duurzaam is. Imtech neemt niet alleen de volledige realisatie van het project voor haar rekening, maar ook het technisch onderhoud. Tevens wordt Imtech verantwoordelijk voor de meerjarige energielevering. De opdracht hiervoor moet nog nader worden uitgewerkt, maar zal naar verwachting tientallen miljoenen euro's bedragen.

Daarnaast maakte Imtech bekend dat het voor € 31 miljoen orders heeft ontvangen voor duurzame technologische oplossingen en energietechnologie van Porsche, Audi en Daimler in Duitsland en Hongarije. De automobielenindustrie is en blijft een belangrijke motor voor de Duitse economie. Imtech bezit hier een sterke positie als technologiepartner en is onder meer actief met geavanceerde testtechnologie waarmee nieuwe en zuinige automodellen met een lage CO₂-uitstoot worden ontwikkeld. Daarnaast worden hightech testfaciliteiten en carrosserietests geleverd. Vanuit deze sterke Duitse positie is Imtech in heel Europa actief met de inrichting van energiezuinige productieprocessen. Naast activiteiten in Europa levert Imtech ook in toenemende mate innovatieve testtechnologie voor de opkomende auto-industrie in het Verre Oosten, met name in China, India en Thailand.

Imtech blijft al met al in positieve zin verrassen. Tot 9 juni is voor € 734 miljoen aan gemelde orders ontvangen, 40% meer dan over dezelfde periode van 2009. Wij houden rekening met opwaartse aanpassingen in winsttaxaties van analisten in de tweede helft van het jaar. De aandelen zijn tegen de huidige beurskoers van € 22,75 bepaald niet overgewaardeerd op ongeveer 10,5 maal de getaxeerde winst voor dit jaar. Imtech is thans de grootste holding in de portefeuille.

De turn around in de resultaten bij **Hunter Douglas** (wereldmarktleider raambekleding, architectonische producten) kreeg gestalte in het eerste kwartaal van 2010. De omzet over deze periode bedroeg US \$ 535,5 miljoen, een stijging van 7,4% ten opzichte van 2009 Q1. Het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening bedroeg US \$ 11,9 miljoen tegen een verlies van US \$ 18,5 miljoen in 2009 Q1. De winst per aandeel kwam uit op € 0,28 tegen een verlies van € 0,55 in 2009 Q1. Hierbij dient in aanmerking te worden genomen dat het eerste kwartaalresultaat traditioneel het laagste is op jaarbasis. Nadere analyse van de cijfers wees uit dat in Azië een sterke volumestijging van de omzet van 33% werd gerealiseerd. HD is in het Verre Oosten met name uiterst succesvol op het gebied van toelevering van architectonische producten, zoals plafondsysteem, ten behoeve van infrastructuurprojecten (vliegvelden, metrostations e.d.). In Noord-Amerika, de belangrijkste markt en hoogste marges voor HD, werd voor het eerst weer een jaar-op-jaar omzetstijging genoteerd van +13%, waarvan 10% een volumestijging betrof. In Europa daalde de omzet nog in vergelijking met dezelfde periode van 2009 en wel met 6%, waarbij de volumedaling van 13% aangaf dat het zwaartepunt van de recessie in Europa, voor wat betreft de verkopen van raambekleding, vermoedelijk in de eerste helft van dit jaar valt. Per saldo zien wij geen aanleiding onze taxaties aan te passen. Wij voorzien een winst per aandeel van € 3,75 voor het lopende boekjaar (2009: € 1,82). Op 17 juni zal het aandeel Hunter Douglas ex € 8,- dividend gaan noteren, waarvan € 7,- het karakter van een superdividend heeft. Exclusief deze uitkering noteert het aandeel momenteel onder € 30,-,

hetgeen gezien de goede middellange termijn vooruitzichten kan worden betiteld als een uiterst bescheiden waardering. Hunter Douglas is momenteel onze tweede grootste holding in portefeuille.

Vaccinproducent **Crucell** ontving een aanvullende order van UNICEF ter waarde van \$ 110 miljoen voor de levering van het vaccin Quinvaxem aan ontwikkelingslanden. Met deze order komt de totale orderontvangst in de tenderperiode 2010 – 2012 op \$ 410 miljoen. De nieuwe opdracht is het gevolg van het gedwongen terugroepen van vergelijkbare vaccins van de Indiase producent Shanta Biotechnics. Deze bleken niet te voldoen aan de door UNICEF gestelde eisen. Crucell is de enige producent met voldoende capaciteit en kwaliteit om vrijwel direct in de ontstane lacune te kunnen voorzien. De gepubliceerde resultaten van Crucell over het eerste kwartaal van 2010 bleven overigens ruim achter bij de gemiddelde analistenverwachting. Met name de gerealiseerde omzet van € 65,7 miljoen bleef ver achter bij de consensustaxatie van analisten. Het management verzekerde evenwel dat het een uitstel van orders betrof en dat in het tweede kwartaal een inhaalslag zal plaatsvinden, die deels zal zijn ingegeven door de hiervoor gemelde aanvullende order.

Wij taxeren dat Crucell het recordwinstniveau van 2009 dit jaar zal weten te overtreffen ondanks substantieel hogere R&D uitgaven. Deze hogere taxaties worden ondersteund door het positieve valuta-effect van een sterkere US \$. De vooruitzichten van de onderneming voor 2010 – een gelijkblijvende omzet en operationele winst t.o.v. 2009 – werden afgegeven met een wisselkoersverhouding van EUR/USD 1,41, inmiddels noteert de Euro 16% lager. De R&D uitgaven namen in het eerste kwartaal van 2010 met 31% toe en zijn bedoeld om de resultaten uit de product pijplijn versneld te realiseren. Het aandeel Crucell verloor in de verslagmaand 8% in waarde en noteert thans € 14,40. Deze beurskoers impliceert een discount van ruim 30% ten opzichte van de prijs die Johnson & Johnson in september 2009 betaalde voor een belang van 18% in Crucell. Wij hebben alle vertrouwen in het winstgenererend potentieel van Crucell, thans de derde grootste holding in de portefeuille.

Nadat software-ontwikkelaar **UNIT4** eind april via een onderhandse plaatsing 2,58 miljoen nieuwe aandelen emitteerde à € 19,75, kondigde de onderneming eind mei aan een bieding te doen op alle uitstaande aandelen Teta S.A., een Poolse leverancier van ERP- en HR-software. Teta is genoteerd aan de beurs van Warschau. UNIT4 biedt 11,75 Poolse zloty (PLN) per aandeel, een premie van 6% ten opzichte van de laatste beurskoers vóór aankondiging van het bod. Teta is een vooraanstaande speler in de Poolse en Hongaarse ERP- en HR-softwaremarkt. In deze sector heeft de afgelopen jaren veel consolidatie plaatsgevonden en naar verwachting zal deze trend zich voortzetten. Volgens Chris Ouwinga, President en CEO van UNIT4, heeft Teta alles in huis om zijn marktleiderschap te behouden. Het bedrijf moet daarvoor wel investeren in nieuwe producten. UNIT4 kan Teta hierbij helpen en het bedrijf ondersteunen in de groeistrategie. De overname van Teta geeft UNIT4 een leiderspositie in de Poolse markt en vormt een goede basis voor toekomstige groei in Centraal- en Oost-Europa. Teta boekte over 2009 een omzet van PLN 101,8 miljoen (€ 24,6 miljoen) en een EBITDA van PLN 22,5 miljoen (€ 5,4 miljoen). Over het eerste kwartaal van 2010 meldde Teta onlangs een door acquisities gestuwde omzettoename van 40% met een gelijkblijvende EBITDA. Wij beschouwen de aangekondigde overname als een logische vervolgstap van UNIT4. Voor de winsttaxaties voorzien wij een beperkt positief effect in 2010 en een 5 tot 10% positieve invloed in 2011. In laatstgenoemd jaar kan de winst per aandeel van UNIT4 tegen € 2,00 per aandeel gaan belopen. De waardering van het aandeel blijft tegen de huidige beurskoers van € 18,25 daarom uiterst aantrekkelijk. UNIT4 is de vierde grootste holding in de portefeuille.

Voor detacheerder **Brunel International** is 2010 een overgangsjaar. Enerzijds zijn de bemiddelingsactiviteiten in Nederland en Duitsland geleidelijk uit het dal aan het klimmen, anderzijds zullen de opbrengsten uit de Energy-divisie in 2010 eenmalig lager uitkomen. Het belangrijke Pluto-project werd eind 2009 afgerond en nieuwe (grote) projecten, zoals het spraakmakende Gorgon-project, dienen zich pas tegen het einde van dit jaar aan. Zij zullen naar verwachting wel de winstgevendheid vanaf 2011 een belangrijke impuls gaan geven. In het eerste kwartaal van 2010 realiseerde Brunel een omzet van € 167,0 miljoen, een daling van 9% in vergelijking met 2009 Q1. Het bedrijfsresultaat (EBIT) nam over deze periode met 28% af van € 13,7 miljoen tot € 9,8 miljoen. Brunel Nederland zag de omzet met 15% teruglopen tot € 32,1 miljoen, terwijl in Duitsland de teruggang 16% beliep tot € 25,0 miljoen. In beide landen wordt de relatieve daling overigens maand na maand kleiner. In maart lag deze in Nederland 8% onder het niveau van maart 2009 en in

Duitsland nog slechts 4%. Het is duidelijk dat het marktherstel zich in Duitsland sneller en sterker manifesteert dan in Nederland. De Energy divisie boekte een 5% lagere omzet met een stabiele bruto marge van 13%. CEO Jan Arie van Barneveld constateerde dat de economische recessie Brunel pas in het tweede kwartaal van 2009 begon te raken. De cijfers over het eerste kwartaal van 2010 zijn tegen deze achtergrond als veelbelovend te kenschetsen, aldus Van Barneveld. Wanneer de stijgende lijn van de resultaten zou worden doorgetrokken, zou 2010 alsnog met een licht hogere winst kunnen worden afgesloten. De consensustaxatie voor de winst per aandeel bedraagt € 1,67 (2009: € 1,35), terwijl voor 2011 wordt uitgegaan van € 2,13. De aandelen Brunel International blijven tegen de huidige beurskoers van € 24,25 onzes inziens zeer aantrekkelijk geprijsd. Brunel bekleedt momenteel de vijfde positie in de portefeuille.

Effectenbank Petercam N.V. heeft **Binckbank** in Nederland gekozen als serviceprovider en depotbank voor al haar cliënten. Binckbank zal zowel de orderexecutie als de effectenadministratie voor cliënten van Petercam, via haar online platform, faciliteren. Beide partijen zien een solide basis voor een langdurige samenwerking en een verbetering van de dienstverlening van Petercam aan haar klanten tegen lagere kosten. De overgang staat gepland voor het vierde kwartaal van dit jaar. Wij hebben onze winsttaxaties voor Binckbank licht verhoogd. In de verslagmaand is de volatiliteit van de financiële markten fors gestegen, hetgeen een sterke impuls aan de transactiebereidheid van Binckbank cliënten geeft. Wij gaan uit van een licht hogere winst per aandeel van € 1,15 (2009: € 1,08) in het lopende boekjaar. Bij een traditionele pay out van 50% laat het dividendrendement zich bij de huidige beurskoers van € 10,25 berekenen op een solide 5,6%. Binckbank is de zesde grootste holding in de portefeuille en behoort tot de categorie van defensieve beleggingen.

Met een koersstijging van 21,2% was Amsterdam Commodities (Acom) de *star performer* van de maand mei. Aanleiding was de overname van twee handelsbedrijven van Deli Maatschappij, te weten Van Rees (thee) en Red River (zaden) voor een totaalbedrag van ruim € 100 miljoen. De hoofdpunten van deze acquisitie kunnen als volgt worden samengevat. De pro forma omzet 2009 van Acom stijgt als gevolg van de overname met 140% van € 165 miljoen tot € 396 miljoen. De overgenomen bedrijven leveren een gecombineerde EBITDA van € 24,4 miljoen en een netto winst van € 13,5 miljoen. Acom betaalt derhalve circa 4 maal de historische EBITDA voor de twee ondernemingen. Analyse van Van Rees en Red River brengt al snel aan het licht dat beide ondernemingen grote overeenkomsten vertonen met Catz International, Acom's handelsbedrijf in specerijen, noten en gedroogde groenten. Zo bestaat er geen termijnmarkt in thee en/of zaden en zijn beide markten zeer gefragmenteerd. Het business model is daarnaast gebaseerd op dezelfde waarden die Catz hoog in het vaandel heeft staan: een fijnmazig netwerk, uitstekende product- en marktkennis, betrouwbaarheid, klantenservice en financiële stabiliteit. De wederzijdse *track records* zijn al evenzeer gelijkmatig. Theehandelaar en –verwerker Van Rees boekte het afgelopen boekjaar op een omzet van \$ 182 miljoen een winst voor belasting van \$ 8,8 miljoen en zadenverwingsgroep Red River was goed voor \$ 145 miljoen omzet en een winst voor belasting van maar liefst \$ 22,3 miljoen. Over de laatste vier jaar wisten beide bedrijven elk jaar zowel omzet als winst te verhogen. Acom financiert de overname met de uitgifte van 1,5 miljoen nieuwe aandelen en verder uit circa € 7 miljoen eigen kasmiddelen en bancaire overnamefinanciering. Daarnaast heeft Acom onderhands bij professionele beleggers een achtergestelde converteerbare obligatielening geplaatst van € 40 miljoen. Deze convertible heeft een looptijd van zes jaar en kan na een halfjaar worden omgezet in aandelen Acom. De couponrente bedraagt 5,5% en de conversieprijs werd vastgesteld op € 7,39 per aandeel. Het geheel leidt tot een maximale verhoging van het aantal uitgegeven aandelen tot ruim 23,2 miljoen stuks. Wanneer de resultaten van Acom en de nieuw aangekochte bedrijven worden gecombineerd, resulteert een en ander, bij ongewijzigde externe omstandigheden, op termijn in een winst per aandeel van circa € 1,00 (2009 Acom 'oud': € 0,65). Voorts kondigde Acom aan haar 42,5%-belang in RCMA Commodities Asia – de grootste onafhankelijke rubberhandelaar ter wereld – te gaan verkopen aan grootaandeelhouder Ton Teik uit Singapore voor een bedrag van \$ 13 miljoen. In 2009 leverde de deelneming in RCMA een bijdrage van \$ 0,6 miljoen aan het groepsresultaat (2008: \$ 2,6 miljoen). Met het afstoten van de zeer volatiele activiteiten in de rubberhandel is het profiel van Acom onzes inziens definitief ten goede gekeerd naar een volledig op food- en food-ingrediënten gerichte houdstermaatschappij. Tegen de huidige beurskoers van € 7,06 wordt 7 maal de verwachte winst voor het 'nieuwe' Acom betaald. Het management heeft op de jaarvergadering toegezegd het

dividendbeleid te zullen handhaven. Dit impliceert een pay out van ongeveer 60% van de nettowinst. Een en ander correspondeert met een getaxeed contant dividend van € 0,60 per aandeel, hetgeen een dividendrendement van 8,5% oplevert. Let wel, deze taxaties betreffen het boekjaar 2011. In het lopende jaar telt de acquisitie voor zes maanden mee en moeten bovendien de kosten van de overname in mindering worden gebracht op het gecombineerde resultaat. Voor het lopende jaar gaan wij uit van een winst per aandeel van € 0,75 en een contant dividend van € 0,45 per aandeel. Tegen de laatste beurskoers komt het dividendrendement alsdan op een stevige 6,4%. Acomo bekleedt momenteel de nummer acht positie in de portefeuille. Voor een uitgebreide analyse van het 'oude' Acomo verwijzen wij naar onze website www.addvaluefund.nl/investmentcase.php.

Op- en overslagbedrijf **HES Beheer** heeft in het eerste kwartaal van 2010 een netto resultaat behaald van € 4,4 miljoen ten opzichte van € 3,0 miljoen in het eerste kwartaal van 2009. Deze 45% toename is te danken aan een belangrijke stijging van de aanvoer, terwijl de opbrengsten uit opslag onverminderd sterk bleven. Naar evenredigheid van HES Beheer's participatie in haar verschillende deelnemingen was de aanvoer ruim 13% hoger dan in het eerste kwartaal van 2009. Vooral de overslag van ijzererts vertoonde een fors herstel vanwege de hogere bezettingsgraad van Europese staalfabrieken. De proportionele aanvoer van kolen nam eveneens toe, terwijl de aanvoer van agribulk en biomassa, vooralsnog een klein bestanddeel in de omzet, achterbleef bij dezelfde periode vorig jaar. De directie verwacht dat het recordresultaat van 2009 (€ 16,7 miljoen) dit jaar zal worden overtroffen. Daar de groei van de aanvoer en de opslagbehoefte van klanten voor de rest van het jaar in dit stadium nog moeilijk in te schatten zijn, doet de directie geen concretere uitspraken over de verwachte winstgroei. Wij taxeren een winst per aandeel 2010 van € 2,25 (2009: € 1,91), een stijging van 18%. Tegen de huidige beurskoers van € 26,50 wordt derhalve 11,8 maal de getaxeerde winst voor de aandelen HES Beheer betaald en komt het verwachte dividendrendement bij een veronderstelde 50%-pay out op 4,25%. HES Beheer is thans de 11e grootste holding in de portefeuille.

Financieel detacheerder **DPA Groep** meldde een niet nader gekwantificeerde omzetzak over het eerste kwartaal van 2010 in vergelijking tot dezelfde periode een jaar eerder. Echter, de verregaande kostenbesparingen, gericht op het verlagen van de indirecte kosten en de kosten van leegloop, die het laatste kwartaal van 2009 zijn ingezet, laten in dit kwartaal een positief effect zien. De EBITDA toont een stijgende lijn. DPA ziet nog geen duidelijke tekenen die zouden wijzen op een aantrekkende markt van gespecialiseerde detachering. In het eerste kwartaal van 2010 heeft DPA afgezien van de eerder dat kwartaal aangekondigde overname van WR Leading in Finance. De daarop volgende besprekingen in verband met de versterking van de vermogenspositie hebben inmiddels geleid tot de uitgifte van 5 miljoen gewone aandelen tegen een koers van € 1,80 per aandeel. De opbrengst van deze emissie wordt aangewend voor de uitkoop van de minderheidsaandeelhouder (49%) van DPA Supply Chain People (Max Boodie), aflossing van een deel van de in november 2009 opgenomen achtergestelde leningen en ter versterking van het werkkapitaal. DPA betaalt € 3,5 miljoen voor het 49%-belang in Supply Chain People, overeenkomend met circa 7 maal het bedrijfsresultaat. Max Boodie is aansluitend benoemd tot nieuwe bestuursvoorzitter van DPA Groep, in welke functie hij Roland van der Hoek opvolgt. Deze verlaat de onderneming na een dienstverband van slechts 16 maanden. Naast Boodie zal Martin Delwel deel gaan uitmaken van de groepsdirectie. Hij komt over van Stork-dochter HiTecs (detachering technisch personeel binnen en buiten Stork) en maakte eerder deel uit van de directie van Randstad-dochter Yacht. Met deze benoemingen en de nieuwe financiering – Project Holland Fonds fourneerde € 7 miljoen in het financieringsarrangement – moet DPA Groep een nieuwe start maken. Wij taxeren dat 2010 in het beste geval een break even resultaat zal opleveren. Daarvoor moet het verwachte marktherstel in de tweede helft van het jaar zich wel manifesteren. Tegen de huidige beurskoers van € 2,00 bedraagt de marktkapitalisatie van DPA Groep circa € 36 miljoen. Het belang in DPA Groep correspondeert met minder dan 1% van het fondsvermogen.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juni 2010 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	11,4%
Hunter Douglas	10,3%
Crucell	10,2%
UNIT4	9,7%
Brunel International	7,9%
BinckBank	6,3%
Koninklijke TenCate	6,3%
Acomo	6,2%
Neways Electronics International	6,1%
LBi International	5,7%
Overige 8 ondernemingen	19,1%
Liquiditeiten en overige	0,8%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het sentiment op aandelenmarkten is in mei omgeslagen. Dit kan worden geïllustreerd door de forse stijging van de Volatility Index ("VIX"), ook wel als Fear-Index aangeduid, die steeg van 18 naar 35 tot 40. Tegelijkertijd daalde het rendement op 10-jarige Nederlandse staatsobligaties naar het laagste niveau sinds de Tweede Wereldoorlog, momenteel 2,87%. In schril contrast tot de toegenomen risicoaversie staat een verbeterd winstmomentum bij de bedrijven waarin het Add Value Fund belegt. Over vrijwel de gehele linie trekt de bedrijvigheid momenteel aan. Daarnaast is er een duidelijke opleving in de fusie- en overnamemarkt waarneembaar. Begin juni announceerde Aalberts Industries een substantiële acquisitie in de Verenigde Staten die enthousiast door beleggers werd onthaald. Het was daarbij tevens opmerkelijk dat deze overname zonder uitgifte van nieuwe aandelen kon worden gedaan, hetgeen een duidelijk bewijs vormt van de in korte tijd herstelde slagkracht van de financieringscapaciteit van Aalberts Industries. Wij menen dat de portefeuille van het Add Value Fund evenwichtig is samengesteld om optimaal te presteren in een markt die wordt gedomineerd door een hoge mate van onzekerheid.

Wij vertrouwen erop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd en zijn desgewenst gaarne bereid tot het geven van een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
 Karel Vogel
 Willem Burgers
 Willem Meurer

Amsterdam, 11 juni 2010

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen