

MAANDBERICHT OVER APRIL 2010

Inleiding

Na een sterke start eindigde de maand april per saldo slechts licht hoger. Een heropleving van de vrees dat de problematiek rond de herfinanciering van de Griekse schuld een structureel negatief effect op de financiële markten kan sorteren, deed beleggers besluiten aan de zijlijn te blijven. De AEX-index steeg in april met 0,5% naar 345,91. De Amsterdam Midkap Index wist 0,4% bij te schrijven op 565,10, terwijl de Amsterdam Smallcap Index een verlies van 1,0% boekte op 492,10. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 4,3% van € 23,57 naar € 24,58. Over de eerste vier maanden van 2010 bedraagt de waardeinstijging 14,7%.

Per 30 april 2010 was voor een bedrag van € 43,2 miljoen belegd in 17 ondernemingen. Per 3 mei 2010 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 41,2 miljoen, zodat er een debetpositie van 4,8% bestaat.

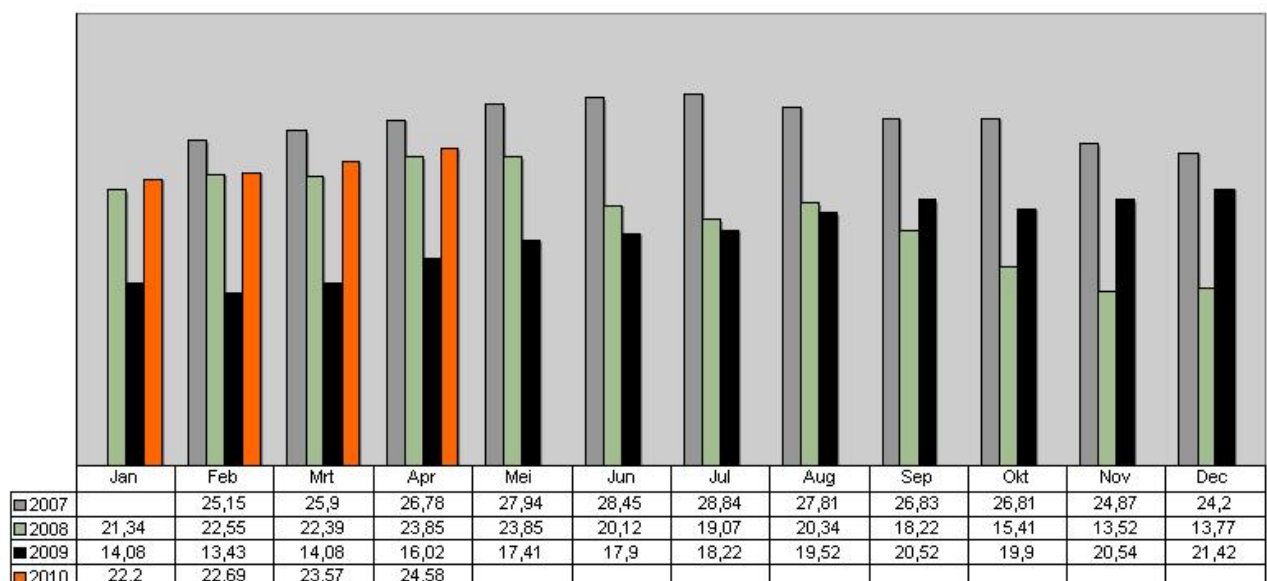
De beurskoers, intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 mei 2010 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 24,70
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 24,58
Fondsvermogen	€ 41.172.353
Aantal uitstaande aandelen	1.675.225

De gerealiseerde rendementen op basis van de intrinsieke waarde (procentueel) 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									+14,75	-1,68

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



Mutaties in de portefeuille

Er werd gedurende april een beperkt aantal aankooptransacties uitgevoerd. De posities in **Qmulus** (voorheen: Direct Wonen), **Hunter Douglas** en **LBI International** werden enigszins vergroot. Hetzelfde gold voor **Nedap** nadat de cijfers over het eerste kwartaal 2010 een bevestiging gaven van een inzetend omzet- en winstherstel. Het belang in **BinckBank** werd met 5% vergroot nadat de beurskoers verhoudingsgewijs (te) sterk daalde op bekendmaking van tegenvallende eerste kwartaalcijfers. Als gevolg van het tussentijds uitoefenen van het kooprecht – voortvloeiend uit de gekochte juni 19 call 2010 – op aandelen **Imtech**, werd het aandelenbelang tegen een zeer aantrekkelijke prijs (€ 17,46) uitgebreid met ruim 10%.

Bedrijfsnieuws

Imtech (technische dienstverlening in Europa) publiceerde een kwalitatief verslag over de eerste drie maanden van 2010 dat geen verrassingen bevatte. De orderportefeuille vertoonde een voortgaande groei in vergelijking met het eerste kwartaal van 2009. Tevens werd de eerdere uitspraak van een verdere toename van de EBITA door autonome groei en acquisities gehandhaafd. Ondanks de invloed van de economische crisis en de nadelige gevolgen van het strenge winterweer bleef de performance in het eerste kwartaal goed op niveau. Bovendien is de financiële positie onveranderd gezond. In Duitsland blijft Imtech uitstekend presteren, vooral in de energie- en zorgmarkt. Ook in de markt van datacenters, in de farmaceutische industrie, op luchthavens en in de automotive industrie wordt goede progressie geboekt. In Oost-Europa is sprake van een omvangrijke werkvoorraad mede door orders voor hightech oplossingen in diverse stadions voor het EK voetbal in Polen en de Oekraïne. In de Benelux trekt de infrastructurele markt aan, mede als gevolg van toenemende overheidsbestedingen. In de gebouwenmarkt is sprake van een beperkt marktvolume en intensieve concurrentie. Onderhoud en vooral energiegerelateerde projecten ('groene' gebouwen, energiecentrales, bio-energie) en ('groene') datacenters zorgen voor een zekere mate van compensatie. De industriële markt in de Benelux trekt licht aan, maar blijft concurrerend. In de UK blijven de marktomstandigheden uitdagend. Recent werden substantiële orders verkregen voor duurzame technologische oplossingen voor afval- en rioolwaterbeheersing rondom de Thames in Londen. Samen met langlopende orders voor de Olympische Spelen van 2012 (onder meer duurzame technologie in het nieuwe Olympische stadion) zorgt dit voor een gezonde orderportefeuille. In Spanje liggen de industriële activiteiten goed op koers en blijft de positie op de (maintenance)markt voor gebouwen redelijk op niveau. In Scandinavië (Zweden, Noorwegen, Finland) werden diverse grotere orders verworven, bijvoorbeeld voor technologie in een researchfaciliteit van een landbouwuniversiteit. Door een overname werd de positie op de markt van sprinklertechnologie verstevigd. Imtech ligt in de Nordic goed op koers. In de Europese ICT-markt ziet Imtech de eerste tekenen van herstel, met name in Duitsland en Oostenrijk. De Europese trafficmarkt (technische mobiliteitsoplossingen) vertoont een duidelijke groei. Imtech verwierf recent orders voor dynamische verkeerssignalering en de technologische renovatie van een verkeerscentrale in Nederland en voor hightech communicatiesystemen langs snelwegen in de UK. De maritieme activiteiten bleven redelijk op niveau, mede dankzij lopende orders voor technologie op vliegdekschepen van de Royal Navy, in cruiseschepen, luxe (mega) jachten en in de langzaam aantrekkende olie- en gasmarkt. Ook is sprake van steeds meer vraag naar 'groene' schepen. De financiële positie van Imtech is stabiel en blijft ruim binnen de marges van de met banken afgesloten convenanten. Naar de huidige inzichten verwacht Imtech voor 2010 een verdere toename van de EBITA door autonome groei en acquisities. Tevens handhaaft Imtech onverkort haar lange termijn strategisch plan om in 2012 te komen tot een opbrengstniveau van € 5 miljard (2009: ruim € 4,3 miljard) bij handhaving van een operationele EBITA-marge van 6% (2009: 5,8%). Op de jaarvergadering van Imtech, op 7 april jl., bevestigde directievoorzitter René van der Bruggen desgevraagd dat het aannemelijk is dat Imtech reeds in de tweede helft van dit jaar een nieuw strategisch plan voor de periode tot en met 2015 zal presenteren. In dit kader achten wij de kans groot dat Imtech binnen afzienbare termijn een middel(grote) acquisitie in vermoedelijk de Nordic zal presenteren. Als gevolg van een dergelijke overname zouden de doelstellingen voor 2012 reeds dit jaar worden gehaald. De vooruitzichten voor 2010 en komende jaren blijven veelbelovend voor Imtech, ook in een scenario van een trage economische groei in Europa. Het aantrekkelijke beleggingspotentieel van Imtech wordt steeds vaker onderkend door derden. Vorige week verhoogde Kempen & Co de doelkoers van Imtech naar € 30,- per aandeel. Vanaf de huidige beurskoers van € 22,50 geeft dit een opwaarts koerspotentieel van bijna 33%. Wij taxeren een winst per aandeel 2010 van € 2,15 (2009:

€ 1,92), waarmee tegen de huidige beurskoers 10,5 maal de getaxeerde winst wordt betaald. Uitgaande van een payout van 40% komt het getaxeerde dividendrendement op 3,8%.

Hoewel historisch gezien de operationele resultaten in het eerste kwartaal van het boekjaar slechts een geringe indicatie geven van het jaartotaal, constateert het management van softwareontwikkelaar **UNIT4** dat de resultaatontwikkeling over deze periode in lijn ligt met de planning. De totale omzet steeg in het eerste kwartaal van 2010 met 6% naar € 96,8 miljoen. Met een toename van 30% groeiden vooral de licentieverkopen sterk. De contractomzet kende een groei van 8% terwijl de inkomsten uit diensten met 6% afnamen als gevolg van een daling van het aantal werknemers en externe consultants. Het herstel dat UNIT4's markten in december lieten zien, zette zich goed door in het eerste kwartaal van 2010. De groei in licenties was het grootst in het Verenigd Koninkrijk waar enkele grote orders in de publieke sector werden verkregen. Ook Spanje kende een meer dan gemiddelde groei, met belangrijke orders in de zorgsector. In alle andere voor UNIT4 belangrijke landen werd eveneens groei gerealiseerd. De brutomarge verbeterde verder tot 91,3% (2009 Q1: 91,1%). Dankzij de kostenmaatregelen in het eerste kwartaal van 2009 en de groei van de licentieverkopen steeg de EBITDA met 51% naar een bedrag van € 15,4 miljoen (2009: € 10,2 miljoen). Dit resulteerde in een EBITDA-marge van 15,9% (2009 Q1: 11,2%). Door de combinatie van eerder genomen kostenmaatregelen en de ontwikkeling van de salespijplijn, waarbij het accent zal liggen op het vierde kwartaal, handhaaft het management de eerder uitgesproken winstverwachting voor 2010. UNIT 4 gaat uit van een autonome groei van 2 tot 5% met een EBITDA-marge van circa 20%.

Eind april heeft UNIT4 via een onderhandse plaatsing 2,58 miljoen nieuwe aandelen geplaatst tegen een uitgifteprijs van € 19,75, ofwel een uitbreiding van het aantal uitstaande aandelen met 9,9%. De opbrengst van deze emissie was € 51 miljoen welke (deels) zal kunnen worden aangewend voor de financiering van acquisities. De interesse voor deze onderhandse plaatsing was bijzonder groot; de gehele emissie was binnen een uur geplaatst bij professionele beleggers, waarbij de discount ten opzichte van de laatste beurskoers vóór de plaatsing slechts 1,5% was. Naar eigen zeggen is UNIT4 reeds met enkele kandidaten in een vergevorderd stadium om tot een transactie te komen. Indien één of meer overnames inderdaad zouden worden geëffectueerd, zal hier vrijwel zeker een positief effect op de winst per aandeel ontstaan. De consensus markttaxatie van de winst per aandeel 2010 bedraagt € 1,61 (2009: € 1,33), hetgeen bij de huidige beurskoers van € 19,- een koers/winstverhouding van 11,8 inhoudt. Wij hanteren een koersdoel van € 24,-, waarmee het opwaarts koerspotentieel ruim 26% bedraagt.

TenCate Protective Fabrics kreeg van het Systems Command van het US Korps Mariniers een contract toegekend voor 180.000 stuks vlamvertragende Inclement Weather Combat Shirts (IWCS) over een periode van 18 maanden. De order voor dit programma is toegekend aan Short Bark Inc. in Venore, Tennessee, USA, dat inmiddels is begonnen met de productie van de kledingstukken. Ten Cate Defense & Tactical, een business unit van TenCate Protective Fabrics USA, levert voor deze order TenCate Defender M-weefsels. De kledingstukken zullen worden gedistribueerd aan US-mariniers die zijn gelegerd in het buitenland, zoals in Afghanistan ter ondersteuning van de operatie Enduring Freedom. Daarnaast ontving TenCate Protective Fabrics een belangrijke order van de Zweedse producent Gulins Business Design AB voor de levering aan de Noorse FLO (Defensie Logistieke Organisatie) van inherent vlamwerend TenCate Defender M-weefsel in de nieuwe kleur donkerblauw. Het betreft weefsel voor ruim 25.000 kledingstukken ter bescherming van Noorse mariniers. TenCate verwacht dat de totale omzet van TenCate Defender M-producten verder zal toenemen. Hierbij zal sprake zijn van zowel een grotere geografische omzetspreiding als een verbreding van de toepassingen. In diverse Europese NAVO-landen worden momenteel militaire draagproeven uitgevoerd. TenCate doet hieromtrent geen nadere mededelingen. Wij taxeren de omzet van Defender M-producten in 2009 op ruim € 100 miljoen op een omzet van € 397 miljoen van de sector Advanced Textiles & Composites. Voor geheel 2010 handhaven wij onze taxatie van een winst per aandeel van € 1,60 (2009: € 0,97). Tegen de huidige beurskoers van € 19,- wordt thans 11,9 maal de verwachte winst voor de aandelen TenCate betaald. Dit achten wij een conservatieve waardering in het licht van het sterke winstpotentieel van deze laatcyclische onderneming. Wij hanteren een koersdoel van € 30,-, welke koers overigens voor het laatst in oktober 2007 werd genoteerd. Het stijgingspotentieel van de aandelen TenCate bedraagt daarmee ruim 57%. TenCate bekleedt momenteel de zesde positie in de portefeuille.

BinckBank rapporteerde eerste kwartaalcijfers 2010 die significant achterbleven bij de marktconsensus. De gecorrigeerde winst per aandeel bedroeg € 0,26, ruim 7% lager dan algemeen werd verwacht. De tegenvaller was voornamelijk te wijten aan een lagere volatiliteit in aandelenmarkten die drukkend werkte op de handelsactiviteit van beleggers. Daarnaast was er sprake van prijserosie in Nederland, waar BinckBank met een marktaandeel van circa 50% het leeuwendeel van de winst genereert. In maart kondigde BinckBank een tariefverlaging aan die, gericht op behoud/vergroting van het marktaandeel, in eerste instantie een maximaal negatief effect van € 5 miljoen (voor belasting) aan lagere commissie-inkomsten zal sorteren. Alhoewel de resultaten analisten tegenvielen, was het afgelopen kwartaal het op twee na beste kwartaal ooit van BinckBank. Desalniettemin werden de consensustaxaties en koersdoelen over de gehele linie fors teruggebracht met 20 tot 35%. Hierbij speelt het gegeven dat BinckBank in haar beleggingsportefeuille voor 25% is belegd in kortlopende Spaanse en Ierse staatsleningen en staatsgegarandeerde leningen ook een rol. Wij zijn van mening dat waar analisten aanvankelijk te optimistisch waren ten aanzien van de korte termijn verwachtingen van BinckBank, zij ditmaal te ver doorschieten in negatieve zin. Wij achten een winst per aandeel (vóór amortisatie) van circa € 1,- voor dit jaar nog altijd mogelijk (2009: € 1,04). De aandelen zijn tegen de huidige beurskoers van € 9,50 aantrekkelijk geprijsd, mede gezien het dividendrendement van 5,3%. Het earningsmomentum van BinckBank lijkt echter op korte termijn negatief te blijven door lagere rentemarges, hetgeen ons vooralsnog heeft doen besluiten de positie niet verder uit te breiden. Een positieve factor op middellange termijn is de kans dat 50%-deelneming TOM binnenkort een vergunning zou kunnen verkrijgen om derivaten op haar platform te verhandelen, hetgeen een essentiële randvoorwaarde is om het businessmodel van The Order Machine succesvol te kunnen uitrollen. Zodra deze vergunning wordt verkregen is een directe bijdrage aan de winst van BinckBank onzes inziens een kwestie van (korte) tijd.

Digitale marketing & technology agency **LBI International** rapporteerde eerste kwartaalcijfers 2010 die een voortgaande omzet- en resultaatstijging weerspiegelden. Bij een omzetstijging van 5,5% van € 34,6 miljoen naar € 36,5 miljoen verbeterde de EBITDA van € 3,7 miljoen tot € 4,5 miljoen. Hierdoor steeg de EBITDA-marge van 10,9% naar 12,4%. De markten in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk trokken de kar met gezonde omzetstijgingen, ofschoon de marge-ontwikkeling analisten nog teleurstelde. In Scandinavië werd een aanzienlijke verbetering van het resultaat genoteerd, welke deels op het conto van het onlangs overgenomen TRIPLE (Kopenhagen) kan worden geschreven. Centraal & Zuid Europa bleef achter, maar zal volgens het management vanaf het tweede kwartaal belangrijk verbeteren als gevolg van een aanstaande turn around bij het Duitse offline bureau MetaDesign. Er werd een eenmalige last van € 2,5 miljoen genomen vooruitlopend op de fusie met Search engine bureau Obtineo (BigMouthMedia), welke inmiddels door de aandeelhouders van beide ondernemingen is goedgekeurd. Wij zijn positief gestemd ten aanzien van de perspectieven van LBI International in het vervolg van het lopende jaar. Volgens de ondernemingsleiding hebben de grotere klanten unaniem positief gereageerd op de fusie met Obtineo/BigMouthMedia en kan op basis van de gecombineerde product offering een sterkere omzetstijging worden verwacht. De huidige beurskoers van € 1,45 weerspiegelt minder dan 10 maal de verwachte winst 2010 van € 0,15 per aandeel. Het aandeel moet nog ontdekt worden door grotere institutionele beleggers. Niettemin was LBI met een koersstijging van ruim 13% het op twee na best presterende aandeel in april. Met een negende positie in de portefeuille is het aandeel naar onze mening goed gepositioneerd om te profiteren van de aanstaande waardeappreciatie.

De directie van de N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** is voorzichtig optimistisch over de omzet- en winstontwikkeling voor dit jaar. Het herstel dat gedurende het tweede halfjaar 2009 op gang kwam, heeft zich in de eerste maanden van dit jaar voortgezet. Ook voor de komende maanden wordt een beter resultaat verwacht. Het optimisme blijft echter gematigd en voorwaardelijk, gezien de onzekerheid over de duurzaamheid van het economisch herstel in de diverse markten, waarbij de invloed van verwachte bezuinigingsmaatregelen door overheden zijn schaduw vooruitwerpt. Binnen bijna alle marktgroepen van Nedap heeft de omzet zich in de eerste maanden van 2010 positief ontwikkeld ten opzichte van de overeenkomstige periode van 2009. Alleen de marktgroepen Agri, AVI (Automatische Vehikel Identificatie) en Education bleven (nog) achter. De omzetgroei binnen de marktgroep Healthcare (automatisering van administratieve werkzaamheden van zorgprofessionals) komt niet alleen van nieuwe klanten, maar ook van uitbreiding van activiteiten bij bestaande relaties. Zo schaaft een aantal klanten haar activiteiten voor

huishoudelijke hulp flink op en rollen enkele instellingen Nedap's planningsprogramma Moves en de iO Touchpro (registratie en informatie via de mobiele telefoon) organisatiebreed uit. Het elektronische Nedap's alternatief voor het handmatig invullen van werkbrieven voor o.a. uitzendbureaus, PEP, wordt steeds succesvoller. Dit jaar is opnieuw een aantal uitzendbureaus, waaronder Manpower, enthousiast met het systeem aan de slag gegaan. De marktgroep Retail Support (antiwinkeldiefstalsystemen, beheer- en informatiesystemen voor dervingsbestrijding) heeft de afgelopen maanden een aantal aansprekende opdrachten verkregen bij grote retailorganisaties. De toegenomen marktgerichtheid in de propositieteams blijkt in het directe klantcontact bijzonder stimulerend te werken. Het productassortiment wordt gestroomlijnd, de communicatiekanalen verbeterd en het verkoop- en marketingteam versterkt. De marktgroep Security Management (systemen voor toegangscontrole, betaling, brand- en inbraakmelding, observatie en biometrie) is 2010 zeer goed uit de startblokken gegaan. Het volwassen geworden technologieplatform AEOS, aangevuld met nieuwe beveiligingsfunctionaliteiten, zorgt voor een goede basis voor verdere groei, ook via nieuwe internationale partners. Ook de kleinere marktgroepen Library Solutions, Power Supplies en Specials kenden een goede start van het nieuwe jaar. De Nedap-directie verwacht dat omzet en resultaat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, zich dit jaar positief zullen blijven ontwikkelen. De financiële positie blijft met een solvabiliteit van bijna 45%, onverminderd sterk. Wij taxeren een krachtige rebound vanaf het lage winstniveau van 2009 (winst per aandeel: € 0,16) naar € 1,50, hetgeen nog wel lager is dan de topniveaus van 2007 en 2008 toen respectievelijk € 2,12 en € 2,06 per aandeel werd verdiend. Zodra ook de voor Nedap belangrijke Agri-markt aantrekt komen deze topwinsten weer binnen bereik. Tegen de huidige beurskoers van € 18,80 wordt voor de aandelen Nedap 12,5 maal de getaxeerde winst betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement op basis van de gebruikelijke 90% pay out, een aantrekkelijke 7,2%.

De turn around bij Electronic Manufacturing Services (EMS) onderneming **Neways** manifesteerde zich kristalhelder in het eerste kwartaal van 2010. Over deze periode werd de hoogste omzet gerealiseerd sinds het derde kwartaal van 2008. De omzet steeg ten opzichte van dezelfde periode in 2009 met 15% naar € 56,1 miljoen. Het netto resultaat over de eerste drie maanden was positief, maar werd niet nader gekwantificeerd. Het orderboek is ten opzichte van ultimo 2009 met 14% gestegen naar € 63,8 miljoen. Niet alleen de vraag vanuit de halfgeleidersector is de afgelopen maanden aangetrokken, maar ook in de medische sector en andere sectoren van de EMS markt is sprake van een hogere order intake. Anticiperend op de stijgende vraag is in het afgelopen kwartaal het totaal aantal medewerkers met circa 150 (ofwel 8%) uitgebreid. Het betreft hier met name flexibel inzetbare medewerkers, zowel bij de werkmaatschappijen in West-Europa, Oost-Europa (Slowakije) en China. Doordat meerdere leveranciers van Neways niet in staat zijn om direct en volgens afspraak aan de sterk toegenomen vraag te voldoen is er op dit moment sprake van enige inefficiëntie in de keten. Hierdoor ligt het kostenniveau tijdelijk hoger dan gewenst. De financiële positie van Neways blijft onverminderd sterk, ook al is er door het sterk toegenomen order- en activiteitsniveau sprake van enige druk op het werkkapitaal. Op basis van het huidige hogere orderboek en een verwachte voortgaande opwaartse trend van de activiteiten zullen omzet en resultaat in het tweede kwartaal die van het eerste kwartaal overtreffen. Vanwege het eerder genoemde tijdelijk hogere kostenniveau verwachten wij een geringe winstgevendheid in de eerste zes maanden, welke vermoedelijk zal worden gevolgd door een wat robuustere tweede helft van het jaar. Wij taxeren tentatief een winst per aandeel van € 0,75 voor het lopende jaar nadat 2009 nog werd afgesloten met een verlies van € 0,59. In het recordjaar 2007 boekte Neways nog een winst per aandeel van € 1,56. Het vroegcyclische Neways was in april met een koersstijging van 26% het best presterende aandeel in de portefeuille. Bij de huidige beurskoers van € 6,50 ligt er onzes inziens nog een aanzienlijk opwaarts potentieel zodra blijkt dat het economisch herstel doorzet in de tweede helft van het jaar en in 2011. Wij zullen binnenkort een Investment Case wijden aan Neways Electronics International, thans de achtste grootste holding in de portefeuille.

Aalberts Industries publiceerde een kwalitatief bericht over het eerste kwartaal van 2010 welke optimistisch van toonzetting was. Het herstel in de sector Industrial Services, vorig jaar verlieslatend, zette door, terwijl de ontwikkelingen in de divisie Flow Control, die in 2009 goed weerstand wist te bieden tegen de gevolgen van de recessie, veelbelovend waren. In Industrial Services, zo werd gemeld op de jaarvergadering, beginnen de volumes in Industrial Services behoorlijk aan te trekken onder invloed van met name de goede vraag in de halfgeleider- en automotive-industrie. De divisie Flow Control had in het eerste kwartaal te lijden van de negatieve invloed van het

strengere winterweer. Inmiddels neemt het werkaanbod ook in dit segment toe: de verwachting is dat met name in de tweede helft van het jaar een merkbare verbetering kan optreden. De introductie van nieuwe producten, alsmede de gunstige invloed van *cross selling* versterken het fundament onder de Flow Control divisie. Analisten verhoogden hun winsttaxaties voor 2010 en 2011 met gemiddeld 5 tot 10% na publicatie van dit kwartaalbericht. Wij taxeren een winst per aandeel 2010 van € 0,85 en van € 1,15 voor 2011. Op basis van de huidige beurskoers van € 11,50 wordt daarmee ruim 13 maal de getaxeerde winst voor het lopende jaar voor aandelen Aalberts Industries betaald. Mede doordat de leverage op de bedrijfswinst vanuit de Industrial Services sector erg hoog is, achten wij deze waardering niet overdreven hoog. De gemiddelde koersdoelen in de markt variëren van € 13,- tot € 16,-. Uitgaande van een koersdoel van € 14,50 is er een opwaarts koerspotentieel van ruim 26%.

De omzet van **Sligro Food Group** over het eerste kwartaal (13 weken) van 2010 beliep € 535 miljoen, een toename van € 17 miljoen, ofwel 3,3% ten opzichte van de omzet van € 518 miljoen in dezelfde periode van 2009. Autonoom nam de omzet met 5,6% toe. In Foodretail beliep de toename van de identieke consumentenomzet in de EMTÉ- en Golf-supermarkten in het eerste kwartaal 4,9%. EMTÉ realiseerde een groei van 5,7%, de kleinere Golf-formule van 3,0%. Deze stijging was onder meer het resultaat van succesvolle commerciële acties en doorgevoerde verbeteringen op operationeel terrein. Bovendien werd de groei enigszins positief beïnvloed door een kalendereffect. De Sligro-formules deden het bovendien beter dan de markt in zijn geheel.

De autonome omzetgroei bij de foodservice-activiteiten beliep 5,9%, eveneens positief beïnvloed door succesvolle commerciële acties en een scherpe prijsprofilering. Bij Foodservice was sprake van een wat sterker positief kalendereffect. De directie ziet in het eerste kwartaal geen herstel in de foodservicemarkt en deze werd daarenboven nog geraakt door het winterweer. Met inachtnaam van het voorgaande beschouwt Sligro haar groeicijfers als solide, temeer daar ook in de foodservicemarkt sprake is van sterke concurrentie. Het management onthield zich van een concrete voorspelling van de halfjaarresultaten die op 22 juli worden gepubliceerd. De kwartaalcijfers kregen een vriendelijke ontvangst van beleggers, ofschoon de winsttaxaties van analisten geen veranderingen ondergingen. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,85 voor 2010 en van € 2,15 voor 2011. Tegen de huidige beurskoers van € 24,50 wordt thans ruim 13 maal de verwachte winst voor de aandelen Sligro Food Group betaald.

Net als Neways en Aalberts Industries wist ook **TKH Group** (technische oplossingen) een stevig resultatenherstel in de eerste drie maanden van 2010 te bewerkstelligen. Dit kwam mede door in 2009 ingezette kostenverlagingen. Ondanks de strenge winter steeg de omzet met 5,6% naar € 199,1 miljoen. Daarnaast was er een ruime verdubbeling van het operationele resultaat: van € 5,5 miljoen in 2009 Q1 tot € 12,5 miljoen in dezelfde periode dit jaar. De nettowinst nam toe van € 1,1 miljoen tot € 6,5 miljoen. Bij Industrial Solutions was er een aanzienlijk betere bezetting van de productiecapaciteit, waardoor alle maatregelen voor arbeidstijdverkorting konden worden ingetrokken. De divisie Building Solutions zag de omzet fors toenemen en de kosten dalen. Bij de derde divisie, Telecom Solutions, daalde de omzet echter. Door de strenge vorstperiode werd de aanleg van netwerken belemmerd en daarmee ook de levering van systemen en componenten voor glasvezel- en kopernetwerken. TKH verwacht dit jaar 'bij gelijkblijvende economische omstandigheden' de resultaten van 2009 te verbeteren. Deze prognose is bepaald niet wereldschokkend gegeven het feit dat in crisisjaar 2009 slechts € 0,49 per aandeel werd verdiend. Voor het lopende jaar verwachten analisten gemiddeld € 0,93. Interessanter zijn echter de taxaties voor 2011. Als laat-cyclisch bedrijf vermoeden wij dat TKH juist in 2011 in positieve zin zal kunnen gaan verrassen. De sterk groeiende portfolio Security-oplossingen, alsmede het internationale marktleiderschap in bandenbouwmachines moeten volgend jaar een volwassen bijdrage aan de winst kunnen leveren. Wij menen dat analisten, met een gemiddelde taxatie van € 1,19 voor de winst per aandeel 2011, TKH's kracht behoorlijk onderschatten. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,35. Tegen de huidige beurskoers van € 15,- wordt derhalve ruim 11 maal de getaxeerde winst voor aandelen TKH betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 4,5%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 mei 2010 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	12,7%
Crucell	10,5%
Hunter Douglas	10,1%
UNIT4	9,6%
Brunel International	8,4%
Koninklijke TenCate	7,5%
BinckBank	6,2%
Neways Electronics International	6,0%
LBi International	5,7%
Acomo	5,0%
Overige 7 ondernemingen	23,1%
Liquiditeiten en overige	-4,8%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het sentiment op de aandelenmarkten is in de eerste week van mei omgeslagen. Voortdurende onzekerheid over de herfinanciering van de Griekse staatsschuld, alsmede het risico dat deze problematiek ook nadelige gevolgen voor andere zwakkere economieën in Europa zou kunnen hebben, leidde tot een forse druk op de koers van de euro. Een golf van winstnemingen in aandelen was het gevolg. De AEX-index verloor in enkele handelsdagen ruim 10% en belandde daarmee ver onder het niveau van ultimo 2009. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund verloor de eerste week ruim 8%, maar noteert niettemin nog 9% boven de slotstand van 2009.

Er is momenteel een groot verschil tussen de opgewekte toon die de meeste aandeelhoudersvergaderingen kenmerkt en de grimmige sfeer ter beurze. Omdat de historisch lage vergoedingen op spaarrekeningen en staatsleningen een weinig aantrekkelijk alternatief zijn voor goed presterende aandelenbeleggingen, menen wij dat in beginsel een verdergaand neerwaarts risico in de markt beperkt zou moeten zijn. Gisterochtend werd dit beeld versterkt door een omvangrijk garantiepakket ter grootte van € 750 miljard van de Eurozone, IMF, ECB en de Europese Commissie om de problemen binnen de Europese Unie en het vertrouwen van de financiële markten te herstellen. De aandelenbeurzen in Europa reageerden hierop zeer positief, hetgeen leidde tot een fors technisch koersherstel van 5 tot 10%.

Omdat wij, meer dan ooit, overtuigd zijn van de grote kwaliteiten van de ondernemingen in de portefeuille van het Add Value Fund, zullen wij deze turbulente periode met gepaste terughoudendheid trachten door te komen. Wij weten ons daarbij gesteund door de wetenschap dat de defensieve kwaliteit van de portefeuille uitstekend is. Het zichtbare dividendrendement op de belegde portefeuille bedraagt momenteel ruim 3,5%.

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 mei 2010

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen