

MAANDBERICHT OVER JULI 2011

Inleiding

De maand juli werd gedomineerd door zorgen over de herfinanciering van overheidsschuld in Europa en de Verenigde Staten. Het ondernemers- en beleggerssentiment stond hierdoor fors onder druk met winstwaarschuwingen en koersdalingen als logische consequentie. De AEX-Index verloor 2,9% op 329,17. De verliezen in de minder liquide segmenten waren aanzienlijk groter. De Amsterdam Midkap Index daalde 8,5% naar 555,65, terwijl de Amsterdam Smallcap Index 5,5% verloor op 481,43. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 7,9% van € 31,44 naar € 28,95. Over de eerste zeven maanden van 2011 bedraagt het netto beleggingsresultaat van het Fonds -8,2%.

Per 1 augustus 2011 is voor een bedrag van € 46,8 miljoen belegd in 17 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 46,2 miljoen, zodat er een debetpositie was van 1,3% van het fondsvermogen.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 augustus 2011 zijn als volgt:

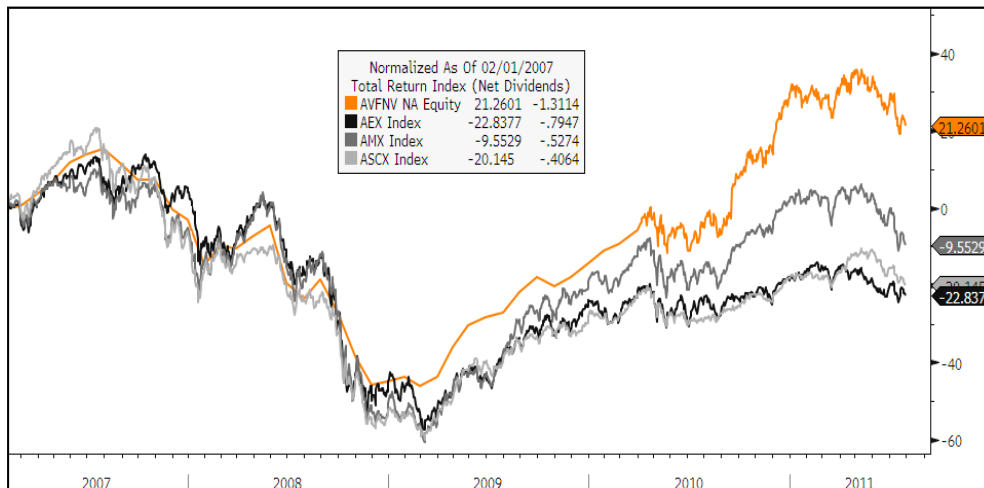
Beurskoers	€ 28,81
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 28,95
Fondsvermogen	€ 46.190.347
Aantal uitstaande aandelen	1.595.608

De rendementsvergelijking (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van netto dividenden (vanaf 1 februari 2007):

	2007	2008	2009	2010	2011*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-8,15	+19,00
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-4,98	-22,84
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-11,26	-9,55
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-2,31	-20,15

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 29/07/2011



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/07/2011)

Peildatum: 29/07/2011

Performance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TMC Group	+69,8	+17,8	+2,4	-0,5
2.	UNIT4	+37,3	-3,6	-8,6	-7,1
3.	Nedap	+36,9	-2,4	-4,9	-2,5
4.	TKH Group	+32,9	+13,2	-4,2	-9,3
5.	Acomo	+24,0	-4,2	-9,5	-5,1
6.	HES Beheer	+23,4	+6,8	-3,2	-3,2
7.	Brunel International	+20,0	-1,5	-14,9	-4,2
8.	Aalberts Industries	+19,1	-5,8	-20,3	-15,5
9.	Koninklijke TenCate	+18,5	-6,7	-22,3	-13,1
10.	LBI International	+17,9	-5,6	-8,2	-2,2
11.	Hunter Douglas	+8,7	-17,5	-11,3	-5,0
12.	Neways Electronics	+7,8	-8,5	-11,7	-7,2
13.	Imtech	+5,3	-16,0	-12,2	-7,7
14.	ASM International	+2,1	-24,8	-32,1	-26,8
15.	Macintosh Retail Group	+0,9	-20,7	-19,4	-8,8
16.	Telegraaf Media Groep	-19,0	-21,6	-18,9	-7,4
17.	DPA Group	-42,0	-41,8	-20,4	+3,9

- Op 12-maandbasis wordt de outperformance van het Add Value Fund gedragen door de hierboven weergegeven deelnemingen. Met name de bijdragen van TMC Group, UNIT4, Nedap en TKH Group waren bovengemiddeld;
- In de verslagmaand noteerde slechts 1 van de 17 deelnemingen uit de portefeuille (= 6%) hoger. Koersverliezen van de meer conjunctuurgevoelige ondernemingen ASM International, Aalberts Industries en Koninklijke TenCate waren groter dan gemiddeld en een afspiegeling van de heersende risico-aversie onder beleggers;
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een ruime voorsprong ten opzichte van de relevante Nederlandse marktindices.

Mutaties in de portefeuille

Het belang in **Macintosh Retail Group** werd licht vergroot in juli. De posities in **DPA Groep** en **HES Beheer** werden enigszins verkleind.

Bedrijfsnieuws

UNIT4 (bedrijfssoftware) maakte bekend een vijfjarig SaaS-contract te hebben getekend met verzekeraar Achmea Vitale. Vanaf september wordt de SaaS-oplossing VerzuimSignaal gefaseerd geïntroduceerd bij klanten van Achmea Vitale. Met deze verzuimapplicatie van i-Signaal, onderdeel van UNIT4, kunnen klanten van de arbodienst het verzuim van hun medewerkers eenvoudiger registreren en monitoren. Vanaf 2012 zal VerzuimSignaal worden uitgebreid met extra functionaliteit om de huidige backofficesystemen binnen Achmea Vitale te kunnen vervangen. De database van VerzuimSignaal bevat binnenkort gegevens van bijna 3 miljoen werkenden in Nederland. De SaaS-oplossing is in 2010 door BG Magazine voor de derde keer op rij uitgeroepen tot beste verzuimsoftware van Nederland.

Manchester City, voetbalclub uit de Engelse Premier League en dit seizoen deelnemer aan de Champions League, heeft het ERP-systeem Agresso Business World van UNIT4 gekozen als nieuw financieel systeem. De winnaar van de FA Cup van 2011 – de Engelse beker – kiest voor de software van UNIT4 om zakelijke en financiële ambities te ondersteunen. Meer dan 300 medewerkers van de club gaan het systeem gebruiken voor onder andere financieel management, budgettering, planning, inkoop en rapportage/analyse.

Uit een onderzoek onder 54 gemeentes in het Verenigd Koninkrijk is gebleken dat het ERP-systeem Agresso Business World tot 3,5 maal goedkoper functioneert dan de twee vergelijkbare oplossingen van SAP en Oracle. Bovendien blijkt het gebruikersvriendelijker te zijn dan dat van de concurrenten: de UNIT4-oplossing kan toe met een support van 0,62 FTE's per 1.000 medewerkers, terwijl het vergelijkbare cijfer van de twee concurrenten op 0,72 – 1,1 ligt. UNIT4 is al de marktleider op het gebied van ERP-systemen voor lagere overheden in een aantal Europese markten. Momenteel wordt marktaandeel gewonnen op grond van de superieure uitkomsten – lage kosten, hoge flexibiliteit – van Agresso Business World.

UNIT4 is momenteel de grootste holding in de portefeuille. Tegen de huidige beurskoers van € 21,75 worden de aandelen verhandeld tegen circa 12 maal de getaxeerde winst van € 1,80 voor het lopende jaar.

In de periode 27 juni tot 1 augustus heeft **Hunter Douglas** (raambekleding, architectonische producten) 17.436 eigen aandelen ingekocht voor een totaalbedrag van ruim € 582.000,-. Dit betekent dat de aandelen zijn gekocht tegen een gemiddelde aankoopprijs van € 33,42 per aandeel. Daarmee is 3,5% van het totale inkoopprogramma, dat toestaat maximaal 500.000 eigen aandelen in te kopen ter dekking van uitgegeven aandelenopties, uitgevoerd. De slotkoers van het aandeel Hunter Douglas in de verslagmaand was € 32,055, waarmee een koersverlies van 5% werd genoteerd ten opzichte van eind juni. Voor een uitgebreide analyse van Hunter Douglas, zie het bezoekverslag zoals opgenomen in de maandrapportage van juni (pagina 3 - 4).

Na het succesvol beveiligen van het Olympisch Stadion in Kiev, heeft **Nedap** Security Management deze maand aangekondigd ook te zijn gekozen voor de beveiliging van het nieuwe stadion in Lviv, dat bij het Europese Kampioenschap van de UEFA in 2012 zal worden gebruikt. Het stadion in Lviv, dat op dit moment wordt gebouwd, beslaat een gebied van 9 hectare en biedt plaats aan circa 33.000 toeschouwers. Het bestaat uit VIP-clubs, galeries, restaurants, een mediacentrum, trainingscentra en kantoren. Het hypermoderne stadion wilde een modern en geavanceerd security systeem, dat zowel toegangscontrole voor de 390 deuren, als inbraakbeveiliging voor het gehele stadion voor haar rekening kon nemen. Nedap's AEOS-systeem sloot hierbij perfect aan.

De deuren zullen worden uitgerust met Convex's Mifare readers van Nedap, om toegang te kunnen verlenen aan medewerkers en leveranciers. De unieke AEOS functionaliteit 'security levels' wordt gebruikt om er voor te zorgen dat security managers snel en adequaat kunnen reageren bij calamiteiten. De toegangen tot parkeerterreinen zullen worden uitgerust met Nedap's Transit lange-afstand lezers. Sensit wireless parkeersensoren worden geïnstalleerd om het parkeren rondom de stadions te managen. Het Nedap AEOS-systeem wordt geïmplementeerd door Nedap's gecertificeerde business partner ISK Transexpo uit Kiev, Oekraïne.

De aandelen Nedap noteren tegen de huidige beurskoers van € 22,50 op 12,2 maal de getaxeerde winst per aandeel 2011 van € 1,84. Uitgaande van een onveranderde pay out van 75% komt het dividendrendement alsdan uit op getaxeerd 6,1%.

Imtech (technische dienstverlening in Europa) maakte bekend dat het in Polen sterke autonome groei doormaakt. De economische groei in Polen resulteert in een toenemende vraag naar technologische totaaloplossingen. Imtech weet hiervan uitstekend te profiteren. In toenemende mate is er tevens behoefte aan het oplossen van complexe energievraagstukken. Ook hier weet Imtech goed op in te spelen. Belangrijke nieuwe orders zijn alle technische oplossingen in de gebouwen van de eerste fase van het thema- en avonturenpark 'Adventure World' in Warschau en de energie-efficiënte technologische modernisering van het station van Katowice. Beide maken deel uit van een breed palet aan nieuwe orders ter waarde van ruim € 75 miljoen.

Intussen blijft Imtech in Duitsland indrukwekkende orders binnenhalen. Deze maand werden energiemanagercontracten afgesloten ter waarde van ruim € 105 miljoen met de industriële producenten Voith Paper, Andritz Hydro, SKF, Böhlinger, Freudenberg en Winkelmann. Bij deze ondernemingen wordt de energie-efficiëntie aanzienlijk verbeterd waardoor substantiële energiebesparingen – van minimaal 20% tot maximaal 40% – worden gerealiseerd. Deze orders bevestigen eens te meer de sterke positie van Imtech op de Europese energiemarkt. Voorts maakte Imtech bekend dat het de Zweedse energie- en klimaatspecialist Sydtotal overneemt. De overname maakt het mogelijk dat Imtech haar positie op de Zweedse markt voor technische dienstverlening aanzienlijk versterkt.

Op jaarbasis realiseert Sydtotal met ruim 300 medewerkers opbrengsten van circa € 80 miljoen. De overname wordt in contanten betaald en draagt direct bij aan de winst per aandeel. René van der Bruggen, CEO van Imtech, gaf als commentaar: “In het kader van onze groeistrategie 2015 willen we in Nordic (Zweden, Noorwegen en Finland) aanzienlijk groeien. In 2010 bedroegen onze opbrengsten in deze regio ruim € 600 miljoen. Voor 2015 streven we naar circa € 1 miljard opbrengsten, te bereiken door een combinatie van gezonde autonome groei en aanvullende acquisities. De overname van Sydtotal past prima in dit scenario. Sydtotal past perfect bij Imtech en voegt hoogwaardige competenties op het gebied van energie en klimaat toe aan ons dienstenportfolio. Vooral in de zich positief ontwikkelende energiemarkt in Nordic verwachten we met deze acquisitie extra te kunnen groeien.” Begin augustus rapporteerde Imtech de halfjaarcijfers die licht achterbleven bij de analistenverwachting. Ofschoon het management van Imtech de vooruitzichten voor zowel de korte als lange termijn onverkort handhaafde, moest de beurskoers verder terrein prijsgeven. In het maandrapport over augustus gaan wij gedetailleerd in op de gang van zaken en vooruitzichten van Imtech. Wij menen dat het aandeel Imtech tegen de huidige beurskoers van € 20,20, ofwel minder dan 10 maal de verwachte winst voor het lopende boekjaar, substantieel is ondergewaardeerd.

LBI International, de digitale marketing specialist, rapporteerde tevredenstellende halfjaarcijfers. De omzet nam met ruim 11% toe van € 85,3 miljoen naar € 94,5 miljoen. Het EBITDA-resultaat steeg met 13,4% van € 13,4 miljoen naar € 15,2 miljoen, waaruit een margeverbetering van 15,7% naar 16,1% te herleiden is. De fusie met search engine Bigmouthmedia heeft de gewenste integratievoordelen opgeleverd. De business propositie naar grote multinationale cliënten is hierdoor aanmerkelijk versterkt. LBI meldde zogenaamde global mandates voor Sony Ericsson, Coca-Cola en Barclays. De winst per aandeel kwam uit op € 0,07, waarmee LBI goed op weg is om onze winsttaxatie van € 0,15 voor geheel 2011 te realiseren.

De aandelen LBI International noteren thans € 1,55, waarmee de waardering slechts 10 maal de verwachte winst voor het lopende jaar is. De discount ten opzichte van de peer group, onder andere WPP en Publicis, bedraagt daarmee 30 tot 50%.

De tweede kwartaalresultaten van **ASM International** (toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie) beantwoordden aan de verwachtingen in de markt. De omzet kwam uit op € 474 miljoen, een stijging van 10% ten opzichte van het eerste kwartaal en van 57% in vergelijking met het tweede kwartaal van 2010. Het bedrijfsresultaat verbeterde van € 94 miljoen tot € 104 miljoen op kwartaalbasis. In het tweede kwartaal van 2010 werd een bedrijfsresultaat van € 80 miljoen gerealiseerd. De winst per aandeel over de eerste zes maanden van 2011 bedroeg € 1,53, waarvan € 0,69 in het eerste kwartaal en € 0,84 in het tweede kwartaal. Voorlopig lijkt de groei van ASMI hiermee ten einde te zijn gekomen. De book-to-bill ratio kwam in het tweede kwartaal voor zowel de Front-end als de Back-end activiteiten uit op 0,7. Ten opzichte van het eerste kwartaal daalde de voorraadpositie van € 579 miljoen naar € 436 miljoen (-25%). Omdat de afnemers van ASMI terughoudender zijn geworden verwacht het management voor het derde kwartaal vooralsnog geen verbetering. Deze prognose in combinatie met de toegenomen economische onzekerheid leidde tot een koersval van het aandeel in juli van 27%. Wij zijn van mening dat de terugval in het orderboek mogelijk in de loop van 2012 wordt ingelopen, omdat de lange termijn vraag/aanbod verhoudingen in de halfgeleidersector onveranderd uitgaan van een structurele groei. Tegen de huidige beurskoers van € 18,60 doen de aandelen 7,4 maal de verwachte winst voor het lopende jaar. Ook de in Hongkong genoteerde backend-divisie ASM PT (52,4% eigendom van ASMI) is in juli fors in koers gedaald. Niettemin is de waarde van ASMI's aandelenpakket per heden € 1.530 miljoen, ofwel € 28,20 per aandeel ASMI. Daarmee worden de goed winstgevendende front-end activiteiten gewaardeerd op een discount(!) van € 9,60 per aandeel. Gezien de aanwezige waarde in ASM International handhaven wij de huidige weging derhalve op circa 5% van de portefeuille.

HES Beheer (logistieke dienstverlening in havens) heeft in de eerste helft van dit jaar een netto resultaat van € 11,0 miljoen gerealiseerd tegen € 9,9 miljoen in dezelfde periode van 2010. Naar evenredigheid van HES Beheer's participatie in haar verschillende deelnemingen was de aanvoer 8,6% hoger dan in het eerste halfjaar van 2010. De aanvoer van agribulk/agrimassa vertoonde de sterkste stijging, terwijl ook de aanvoer van industriële mineralen aantrok. De aanvoer van kolen, goed voor ruim de helft van het totale volume, stabiliseerde. De aanvoer van olieproducten is

nog verwaarloosbaar. Na oplevering van de eerste fase van de vernieuwde Botlek Tank Terminal (BTT), naar verwachting eind dit jaar, zal dit belang geleidelijk gaan stijgen. De opslagopbrengsten waren bevredigend, maar bleven per saldo onder het niveau van vorig jaar. De opslag genereerde circa 25% van de omzet, zowel geconsolideerd als proportioneel. De geconsolideerde omzet steeg met 5,0%. De 11%-verbetering van het halfjaarresultaat was te danken aan hogere bijdragen van EBS (100%-dochter), EMO (HES belang 31%) en RBT (HES belang 50%). De bijdragen van NHBS (100%-dochter), OBA (economisch belang 67%) en Ovet (HES belang 33,3%) bleven achter bij vorig jaar. Ultimo juni bedroeg de solvabiliteit 62,9% tegenover 65,4% per ultimo 2010. Deze daling houdt verband met investeringen in met name de natte bulk (BTT) en tevens de droge bulk. De directie verwacht dat de aanvoer en opslag in het tweede halfjaar goed op peil zullen blijven en dat het jaarresultaat 2010 van € 21,9 miljoen (€ 2,50 per aandeel) dit jaar kan worden overtroffen. Wij hanteren een prognose van de winst per aandeel van € 2,75, waarmee de aandelen HES Beheer tegen de huidige beurskoers van € 35,50 op 12,9 maal de getaxeerde winst worden gewaardeerd.

Macintosh Retail Group rapporteerde halfjaarcijfers die achterbleven bij de verwachting van analisten. Dit was mede te wijten aan het feit dat MRG momenteel een transformatieproces doormaakt. De telecom- en automotive-activiteiten zijn (BelCompany) of worden (Halfords) verkocht, terwijl met de opbrengsten van deze verkopen de bestaande kernactiviteiten Fashion (schoenenretailers) en Living (Kwantum) zullen worden versterkt. Wanneer de cijfers van de eerste helft van 2011 worden vergeleken met die van de corresponderende periode een jaar eerder, speelt deze transformatie een niet onbelangrijke rol. De in november 2010 overgenomen Engelse schoenenretailer Jones Bootmaker is traditioneel verlieslatend over de eerste helft van een boekjaar. Tevens miste MRG in de eerste helft van 2011 het overgrote deel van de winstbijdrage van BelCompany, temeer daar belangrijke leveranciers als KPN en T-Mobile hun subsidies voor mobiele apparaten stopzetten zodra bekend werd dat concurrent Vodaphone BelCompany zou overnemen. Gecorrigeerd voor deze eenmalige effecten waren de resultaten van MRG onderliggend als redelijk te kwalificeren. Op een omzet van € 404,8 miljoen (2% meer dan in de eerste helft van 2010) werd een netto resultaat van € 0,8 miljoen (2010: € 6,9 miljoen) geboekt. De onzekere economie, harde bezuinigingen en toenemende inflatie waren daarbij niet bevorderlijk voor het bestedingsgedrag van de consument. In deze moeilijke markt koos MRG ervoor om zoveel mogelijk voordeel (door) te geven aan de consument. Desondanks wist MRG, bij stijgende inkooprijzen, een hogere procentuele brutomarge (51,7% vs 50,8%) te realiseren door betere inkoopvoorwaarden. Daarnaast werd geïnvesteerd in nieuwe activiteiten (onder andere de voor Nederland/België nieuwe Steve Madden winkelformule) en in een succesvolle cross-channel aanpak. Wat dit laatste betreft wil MRG haar leidende positie als online retailer vasthouden, ondanks de stevige concurrentie van nieuwkomer Zalando. Wij hebben vertrouwen in de door MRG gevoerde strategie. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,20 voor 2011 en een sterk herstel tot € 1,75 voor 2012. Tegen de huidige koers van € 14,00 wordt voor de aandelen MRG feitelijk niet meer betaald dan de zichtbare intrinsieke waarde. Het dividendrendement is met 4,8% als aantrekkelijk te kwalificeren.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 augustus 2011 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	12,2%
Hunter Douglas	9,0%
Nedap	9,0%
Brunel International	8,8%
Imtech	8,8%*
LBi International	7,9%
Koninklijke TenCate	6,6%
Neways Electronics International	6,1%
Amsterdam Commodities	5,4%
ASM International	5,4%
Overige 7 ondernemingen	22,1%
Liquiditeiten en overige	-1,3%
Totaal	100,0%

*weging exclusief optiepositie

Vooruitzichten

De eerste handelsdagen van augustus staan de aandelenmarkten wereldwijd onder grote druk door voortdurende onzekerheid over de herfinanciering van schuldenposities van economieën uit de Europese periferie. De trage besluitvorming in de Verenigde Staten over de verhoging van het schuldenplafond had evenzeer een negatieve invloed op het producenten- en consumentenvertrouwen. In deze context worden prognoses van ondernemingen en taxaties van analisten geregeld neerwaarts bijgesteld. Het wekt vervolgens geen verwondering dat in de dunne zomerhandel koersen verhoudingsgewijs scherp dalen.

Wij volgen zowel de macro- als micro-ontwikkelingen op de voet. Uit onze veelvuldige contacten met ondernemingen blijkt dat er weliswaar over de hele linie sprake is van enige afzwakking van de economische activiteit, maar dat dit gezien de relatief sterke groei van vorig jaar een niet ongewoon gegeven is. Daarbij past de aantekening dat de financiële conditie van de ondernemingen in onze portefeuille uitzonderlijk sterk is. Maar liefst zeven van de zeventien deelnemingen beschikken over een netto kaspositie. De afhankelijkheid van kredietverstrekking door banken, die in crisisjaar 2009 nog vrijwel algemeen was, is nu in het geheel niet aan de orde.

In de huidige vertrouwenscrisis is een hogere risico-opslag voor minder liquide small- en midcapbeleggingen welhaast een natuurlijk gegeven. Sinds begin juni zijn de Amsterdam Midkap-index en de beurskoers van het Add Value Fund op het moment van schrijven – respectievelijk met 20% en 18% gedaald. Daarmee lijkt de sterk afgenomen voorspelbaarheid van de bedrijfswinsten onzes inziens enigszins te zijn ingeprijsd. Wij blijven van mening dat de perspectieven van de ondernemingen in de portefeuille op middellange termijn onveranderd goed zijn.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Karel Vogel
Toon Wijlacker
Willem Burgers

Amsterdam, 4 augustus 2011

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen