

MAANDBERICHT OVER MAART 2011

Inleiding

De aandelenmarkten sloten het eerste kwartaal van het jaar nagenoeg onveranderd af. In het eerste deel van maart moesten de markten terrein prijsgeven na de Japanse tsunami, maar dit werd vervolgens in de tweede helft van de maand weer teruggewonnen.

De AEX-Index daalde 1,0% van 369,13 naar 365,62. De Amsterdam Midkap Index steeg 0,7% tot 648,83, terwijl de Amsterdam Smallcap Index 1,4% hoger sloot op 515,29.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 2,8% van € 31,89 naar € 32,79.

Over het eerste kwartaal van 2011 steeg de intrinsieke waarde per aandeel met 1,2% van € 32,39 naar € 32,79.

Per 1 april 2011 is voor een bedrag van € 53,3 miljoen belegd in 18 ondernemingen. Op die datum bedroeg het fondsvermogen € 53,6 miljoen, zodat de liquide middelen en overige 0,6% van het totaal vermogen uitmaakten.

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

Beurskoers	€ 32,96
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 32,79
Fondsvermogen	€ 53.552.355
Aantal uitstaande aandelen	1.633.074

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

	2007	2008	2009	2010	2011*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	+1,2	+31,16
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	+3,51	-15,94
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	+1,70	+3,65
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	+1,74	-16,84

Bron: Bloomberg / Keijser Capital Asset Management

*Peildatum: 31/03/2011



Bron: Bloomberg

Performance deelnemingen

(in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. Acomo	+ 87,7	+ 26,4	- 0,7	+ 4,1
2. TMC Group	+ 68,9	+ 64,7	+ 24,6	+ 12,0
3. Koninklijke TenCate	+ 49,3	+ 21,3	+ 3,3	+ 9,8
4. HES Beheer	+ 48,6	+ 23,3	+ 12,1	+ 7,8
5. Aalberts Industries	+ 41,8	+ 38,6	+ 6,1	+ 8,4
6. ASM International	+ 39,9	+ 48,5	+ 4,5	- 5,8
7. Nedap	+ 34,8	+ 32,8	- 1,3	+ 3,0
8. Neways Electronics	+ 34,4	+ 6,8	- 0,7	- 7,2
9. LBi International	+ 31,9	+ 12,3	+ 11,3	- 0,1
10. TKH Group	+ 31,5	+ 25,0	+ 3,6	+ 17,0
11. Brunel International	+ 27,9	+ 45,1	+ 12,6	+ 15,8
12. UNIT4	+ 26,8	+ 20,0	- 0,9	- 1,5
13. Macintosh Retail Group	+ 23,9	+ 36,3	+ 8,0	+ 1,5
14. Imtech	+ 10,5	+ 12,5	- 7,7	+ 0,1
15. Telegraaf Media Groep	+ 4,4	+ 11,4	- 2,6	+ 3,5
16. Sligro Food Group	- 3,5	+ 0,5	+ 2,6	- 1,2
17. Hunter Douglas	- 5,1	+ 22,0	- 9,1	+ 5,4
18. DPA Group	- 10,1	- 7,7	- 10,9	- 5,4

- Op 12-maandsbasis wordt de outperformance van het Add Value Fund breed gedragen door de core holdings in de portefeuille. Daarbij werd een extra bijdrage verkregen uit de prestaties van met name Acomo, TMC Group, Koninklijke TenCate en HES Beheer;
- In de verslagmaand noteerden 12 van de 18 deelnemingen uit de portefeuille (= 67%) per saldo hoger. Met name TKH Group, Brunel International en TMC Group onderscheidden zich in positieve zin. Neways Electronics en ASMI moesten daarentegen enig terrein prijsgeven;
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een ruime voorsprong ten opzichte van de Nederlandse marktindices.

Mutaties in de portefeuille

Er werd enigermate winstgenomen op de positie in **ASM International** (uitoefening opties). De belangen in **Imtech**, **Macintosh Retail Group**, **Neways Electronics International** en **TMC Group** werden licht uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde sterke vierde kwartaalcijfers 2010. De omzet nam met 22% toe tot € 214 miljoen, terwijl het bedrijfsresultaat met 30% steeg tot € 13,1 miljoen. Het momentum van de activiteiten is nu over de gehele linie ten goede gekeerd. De vooruitzichten voor 2011 mogen als veelbelovend worden bestempeld. De onderneming verwacht de komende jaren de sterkste groei in Energy. Daarnaast zijn de perspectieven voor een verdere expansie in Duitsland eveneens zeer goed. In Nederland is de visibility relatief laag. Toch denkt het management in de thuismarkt de omzet de komende jaren te kunnen verdubbelen vanaf het huidige niveau.

▪ **Energy**

Brunel is overtuigd van haar leidende positie in deze markt. Behalve Australië en Canada wordt Irak de komende periode als derde belangrijke markt genoemd. Voor Brunel is dit een lucratieve markt. Er zit echter geen ruimte in de marges. Een gemiddelde EBITA marge van 6 – 7% is het maximaal haalbare. Voor het lopende jaar wordt uit grote

projecten € 70 – 100 miljoen extra omzet gehaald. Er is op middellange termijn sprake van een stevige orderingang, waardoor er een potentieel orderboek is tot 2013/2014.

Zulke grote projecten waren vijf jaar geleden niet voorhanden. De stijgende olieprijs is een duidelijke aanjager voor de Energy sector.

▪ **Duitsland**

Brunel is nummer drie in deze markt na Verschau (private onderneming, 2- 2,5 maal groter dan Brunel) en Adecco-dochter EuroEngineering. In Duitsland doet de 80 -20 regel opgeld: 20% van de klanten is goed voor 80% van de omzet. Onder andere Siemens is een belangrijke klant, terwijl ook aan de scheepswerven in het noorden (Rostock) veel ingenieurs worden geleverd. Van de 30 kantoren voldoet nu ongeveer de helft aan de interne doelstellingen. Naar verwachting zal de overhead nog zeker tot 2013 omhoog gaan.

▪ **Nederland**

Er zijn vier KPI's (Key Performance Indicator) die Brunel hanteert om het succes van de operatie te meten:

1. de looptijd van de contracten. Deze heeft nu de tendens toe te nemen;
2. het aantal vacatures. Dit kan worden gevolgd op de Brunel-website;
3. de verhouding direct/indirect. Nu circa 4,5. Dat is nog 25% onder de top van 2008;
4. het percentage zzp'ers dat geleidelijk stijgt. Op eigen mensen wordt een brutomarge van circa 40% gehaald, op zzp'ers slechts 20 – 25%. De kwaliteit van zzp'ers is in de regel iets beter dan van eigen mensen – meer specialisten, profielen slaan vaak goed aan. Bovendien zijn ze doorgaans sneller beschikbaar. En snelheid is een belangrijke variabele voor het succes van een account manager. Het matchen van vraag en aanbod is 'the name of the game'.

Brunel wint nog altijd marktaandeel in Nederland en verwacht dan ook ruimte te hebben om het resultaat tenminste te verdubbelen vanaf het huidige niveau.

Conclusie: Brunel staat aan de vooravond van een periode van sterke groei. Waarschijnlijk zal reeds dit jaar het record resultaat van 2008 (WPA € 1,96) worden benaderd, cq overtroffen. Op jaarbasis moet een groei van 40 -50% van de winst per aandeel haalbaar zijn. De huidige beurskoers van € 33,- waardeert Brunel International op circa 16,5 maal de verwachte winst 2011 en op ongeveer 13 maal de getaxeerde winst 2012. Brunel is de huidige nummer twee in onze portefeuille.

Hunter Douglas (raambekleding en architectonische producten) sloot 2010 af met een winst per aandeel van € 3,24 (2009: € 1,82), hetgeen lager was dan de consensusverwachting van € 3,90. De verklaring voor het achterblijvende resultaat was gelegen in de aanhoudend moeilijke marktsituatie in de Verenigde Staten en Europa – gezamenlijk goed voor 80% van de totale omzet – en het feit dat in het vierde kwartaal van 2009 twee megaprojecten in Azië (de expo in Shanghai en het vliegveld in Mumbai) éénmalig voor een uitzonderlijk sterk kwartaalresultaat zorgdroegen. De omzetverdeling in 2010 kwam uit op 40% Europa, 40% Noord-Amerika, 9% Latijns Amerika, 7% Azië en 4% Australië. Het management voorziet dat 2011 voor de volwassen markten Europa en Noord-Amerika nog moeilijk zal zijn.

Daarentegen staan de lichten op groen voor de emerging markets Azië en Latijns Amerika.

Anders dan in voorgaande jaren wordt het optimisme voor deze laatstgenoemde gebieden gestaafd door een forse verhoging van de investeringen; deze zullen toenemen van US \$ 71 miljoen in 2010 naar circa US \$ 125 miljoen, waarvan circa US \$ 47 miljoen wordt geïnvesteerd in nieuwe fabrieken in Xian, China, voor de bediening van de West-Chinese markt, in Suzhou, China, voor de productie van terracotta architectonische producten, alsmede in Chennai, India, voor de productie van architectonische producten. In Latijns Amerika meldde HD de acquisitie van Phonex, een producent van metalen plafonds, met een omzet van circa US \$ 3 miljoen. In de belangrijke Braziliaanse markt worden momenteel groeipercentages van 25-30% gerealiseerd, hetgeen een stevige basis betekent voor het bereiken van een double digit omzetaandeel vanaf 2011.

Omdat het management nog tenminste één moeilijk jaar voor de Europese en Noord-Amerikaanse markt voorziet, is besloten tot een verdergaande rationalisering in deze gebieden. Hiertoe is een voorziening genomen van US \$ 17 miljoen ten laste van het resultaat over 2010. Met name in Frankrijk werd tot een sanering besloten, evenals in de Verenigde Staten, terwijl in Azië het aantal assemblagebedrijven werd geconsolideerd van zes naar drie.

CEO en grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg kondigde aan de investment portfolio te willen uitbreiden tot US \$ 200 miljoen (ultimo 2010: US \$ 143 miljoen), in afwijking van een jaar eerder toen hij een reductie tot US \$ 100 miljoen in het vooruitzicht stelde. Over de afgelopen twintig jaar realiseerde de portefeuille een gemiddelde jaaropbrengst in dollars van 12%.

Voor 2011 mag worden uitgegaan van een verdere stijging van de nettowinst. De kostenmaatregelen in de volwassen markten zullen snel kunnen doorwerken in de bottom-line. De groeiemarkten Azië en Latijns Amerika zullen geleidelijk een groter omzet- en winstaandeel moeten kunnen realiseren. Voor 2011 zou dit rond 20% moeten kunnen uitkomen (2010: 16%). Een taxatie van € 3,90 (+ 20%) per aandeel lijkt goed haalbaar te zijn. Bij een iets hogere pay-out van ruim 40% kan hieruit € 1,60 dividend per aandeel worden betaald, waarmee op de huidige beurskoers van € 35,50 het getaxeerde dividendrendement op 4,5% uitkomt.

De combinatie van een stevige winstgroei en hoog dividendrendement zorgt voor een hoge (vierde) positie van het aandeel Hunter Douglas in onze portefeuille.

ASM International (ontwerp en productie van systemen voor waferprocessing ten behoeve van de halfgeleiderindustrie) rapporteerde een voortgaande sterke verbetering van het resultaat in de Front-end divisie in het vierde kwartaal van 2010. Over deze periode werd een bedrijfsresultaat van € 13 miljoen geboekt, waarin € 2 miljoen reorganisatiekosten waren begrepen. Over dezelfde periode van 2009 werd nog een verlies van € 13 miljoen gerapporteerd, waarin begrepen € 5 miljoen aan reorganisatiekosten. De Back-end divisie zag een licht gedaald bedrijfsresultaat van € 90 miljoen ten opzichte van het derde kwartaal resultaat van € 97 miljoen, maar dit lag evenwel € 45 miljoen hoger dan in het vierde kwartaal van 2009.

Voor het eerste kwartaal van 2011 verwacht het management een *single digit* omzetgroei in de Front-end activiteiten en een *double digit* omzetgroei voor de Back-end divisie. Beide prognoses zijn ten opzichte van de vierde kwartaalcijfers en uitgaande van gelijke wisselkoersen. Dit laatste is uiterst relevant. Wisselkoerseffecten hadden met name in het vierde kwartaal 2010 een negatieve invloed op het euro-resultaat in de Back-end divisie.

Vooralsnog blijven wij positief gestemd voor de perspectieven van ASM International in 2011. Nog altijd noteert het aandeel ASMI ruim onder de sum-of-the-parts waarde van circa € 40,- die kan worden berekend uitgaande van de beurswaarde van ASM PT te Hong Kong. ASMI houdt een belang van ruim 52% in het aandelenkapitaal van deze Back-end producent. Wanneer de capex-uitgaven van de halfgeleiderindustrie in de loop van dit jaar weer enigszins aantrekken, is onzins inziens een verdwijnen van de discount van ASM International ten opzichte van de fair value een aannemelijk scenario.

Het feit dat ASMI een contant dividend van € 0,40 per aandeel uitkeert over 2010 – pay out: 19% - mag als een positief signaal worden opgevat.

Technisch textielproducent en materialenspecialist **Koninklijke TenCate** kan terugzien op een succesvol verlopen 2010. De omzet steeg met 17% naar € 984,5 miljoen, waarvan 10% autonoom. De EBITA-marge verbeterde vorig jaar sterk van 4,9% naar 8,6%. Deze marge werd negatief beïnvloed door krapte en prijsstijgingen op de grondstoffenmarkt. Deze stijgingen van de grondstofprijzen zijn vertraagd doorgegeven aan de markt.

Het jaar 2010 stond in het teken van herstel na het recessiejaar 2009. TenCate Protective Fabrics, gedreven door de krachtige omzetstijging van de TenCate Defender M producten, en de TenCate Grass-groep lieten de grootste stijging van omzet en resultaat zien. Door de in 2009 doorgevoerde reorganisaties realiseerde niet-kernactiviteit TenCate Enbi een uitstekend resultaat.

Voor 2011 voorziet TenCate een verdere groei van omzet en nettowinst, onvoorziene omstandigheden daargelaten. De belangrijkste pijlers onder deze verwachting zijn:

- een voortgaande sterke performance van TenCate Defender M en uitbreiding van de toepassingen (bij voorbeeld oproerpolitie) en nieuwe geografische markten;
- groei marktaandeel in de industriële markt voor beschermende weefsels;
- herstel in de vliegtuigindustrie;
- het vermarkten van eerdere technologische ontwikkelingen, zoals nieuwe kunstgrassystemen, verbreding applicaties voor composieten;
- goede uitgangspositie in armourmarkten (EU en VS);
- groei in Aziatische en Zuid-Amerikaanse markten (geotextiel, beschermende weefsels);
- toename winstmarge geosynthetische activiteiten.

Al met al blijft TenCate een aandeel met één van de hoogste winstgroeipectieven in de Nederlandse markt. De consensustaxatie van de winst per aandeel 2011 bedraagt € 2,45 (2010: € 1,77), waarmee de huidige beurswaardering van € 28,80 een multiple van 11,8 inhoudt. Een keuzedividend van € 0,75 per aandeel geeft daarnaast een dividendrendement van 2,6%.

Neways Electronics International (systeempartner van de internationale industrie) heeft het verlies van € 5,7 miljoen over 2009 omgebogen in een nettowinst van € 5,1 miljoen over 2010. De omzet steeg met 35% naar € 254,5 miljoen. Dit was het gevolg van een krachtig vraagherstel over de gehele linie van de Electronic Manufacturing Services (EMS) markt en met name in de halfgeleiderindustrie. De winstgroei in 2010 werd echter gedrukt doordat toeleveranciers van bepaalde componenten niet altijd volgens afspraak aan de sterk aangetrokken vraag konden voldoen. Inmiddels is de situatie weliswaar duidelijk verbeterd, maar zeker nog niet volledig opgelost. De orderportefeuille ultimo 2010 kwam uit op € 72,2 miljoen, een stijging van 29% ten opzichte van ultimo 2009. In de eerste maanden van 2011 is de orderportefeuille verder toegenomen. Daarmee heeft Neways een goede uitgangspositie om de in 2010 gerealiseerde resultaten in 2011 te overtreffen. In dit kader is tevens van belang dat Neways in februari jl. een langlopende overeenkomst heeft afgesloten met ASM International voor het ontwikkelen, produceren en testen van elektronische besturingssystemen voor haar machines. Deze overeenkomst vertegenwoordigt een potentiële omzetwaarde van € 10 miljoen per jaar.

Werd over 2010 een winst per aandeel van € 0,53 behaald, voor het lopende jaar lijkt een verdubbeling van dit resultaat alleszins haalbaar. Behalve de sterke groei in de orderingang is er namelijk ook een compensabel verlies in Duitsland dat vanaf dit jaar kan worden aangesproken. Over 2010 bedroeg de belastingdruk namelijk een hoge 32% vanwege verliezen bij dochter Neways Kassel. Op basis van een winst per aandeel van € 1,10 wordt tegen de huidige beurskoers van € 8,95 een bescheiden multiple van nog geen 9 betaald voor de aandelen Neways Electronics International.

Amsterdam Commodities heeft 2010 in stijl afgesloten met recordresultaten. De geconsolideerde omzet kwam uit op € 375 miljoen (2009: € 164,5 miljoen), welke ruimschootse verdubbeling mede op conto kwam van de overgenomen thee- en zadenactiviteiten van Deli Maatschappij in mei vorig jaar. In september volgde bovendien nog de acquisitie van King Nuts met een jaaromzet van € 50 miljoen. De nettowinst, na éénmalige lasten van overnames en desinvesteringen, nam met 47% toe van € 10,5 miljoen tot € 15,5 miljoen. Deze resultaten weerspiegelen, behalve de acquisities, de sterke performance van Catz International, de traditionele handelsactiviteiten in specerijen, zuidvruchten en noten. De winst per aandeel kwam uit op € 0,865 (2009: € 0,645), waaruit een dividend van € 0,50 (2009: € 0,40) per aandeel wordt betaald.

In de eerste twee maanden van 2011 bleven de handelsactiviteiten op hoog niveau en bleef de winstontwikkeling gelijk. Dit geeft vertrouwen na een uitmuntend jaar, met daarbij de wetenschap dat de nieuwe dochterbedrijven in 2011 voor een vol jaar zullen bijdragen aan het resultaat en dat de éénmalige lasten niet terugkeren.

Echter, het gunstige marktklimaat is geen permanent gegeven. Daarom is enige terughoudendheid ten aanzien van de te verwachten resultaten in 2011 zeker opportuun. Vooralsnog gaan wij uit van een winst per aandeel van € 1,05, waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 10,90 op circa 10 maal de verwachte winst worden verhandeld. Het getaxeerde dividendrendement komt bij een onveranderde pay-out op een aantrekkelijke 6%.

De jaarcijfers van **Telegraaf Media Groep** (TMG) bleken beter te zijn dan de consensusverwachting. Weliswaar daalde de omzet met 3,2% tot € 592,3 miljoen, maar het genormaliseerde bedrijfsresultaat kwam uit op € 64,7 miljoen, een verbetering van 30% in vergelijking met 2009. De EBITA-marge verbeterde van 8,1% in 2009 tot 10,9% in 2010. Daarentegen zijn de vooruitzichten voor een verdere margeverbetering in het lopende jaar niet florissant. Zowel de papierprijzen als de loonkosten zullen in 2011 stijgen, terwijl de advertentieconjunctuur vooralsnog geen verbetering vertoont. TMG verwacht stabiele oplage-inkomsten in 2011. Over de eerste twee maanden van dit jaar zijn de advertentie-inkomsten uit print en radio echter duidelijk (= 7 – 12%) gedaald ten opzichte van de vergelijkbare periode in 2010. De inkomsten uit digitale activiteiten lieten conform verwachting een verdere groei zien, zowel autonoom als door de overname van Hyves. In totaal was er sprake van een geringe daling van de concernomzet over de eerste twee maanden van dit jaar. Dankzij reorganisatiemaatregelen, de uitrol van de samenwerking op het gebied van krantenbezorging en de (nog) lagere papierprijs was er sprake van een daling van de kosten. Per saldo was er sprake van een fractionele verbetering van het (genormaliseerde) bedrijfsresultaat.

De consensustaxatie van de winst per aandeel van TMG voor 2011 bedraagt € 1,50 (2010: € 1,21). Met name de volledige jaarbijdrage van Hyves en een verondersteld licht herstel van de advertentieomzet later dit jaar zijn de ingrediënten van deze prognose. De waardering van TMG is tegen de huidige beurskoers van € 14,50 zeer bescheiden: een multiple van minder dan 10. Het 6%-economische belang van de gewone aandelen in ProSiebenSat1 Media AG is bovendien een uiterst waardevolle asset: als cash dividend ontvangt TMG binnenkort een bedrag van 14,7 miljoen vanuit haar aandeelhouderschap. Daarmee is ruim 68% van het door TMG uit te keren dividend ad € 21,5 miljoen (= € 0,45 in cash per aandeel) reeds gedekt.

In het lopende kwartaal zal duidelijk worden of TMG zelfstandig of in samenwerking met John de Mol erin zal slagen de eigendom van SBS 6 te verwerven. Indien dit bewaarheid wordt, zal de attractie van een belegging in TMG naar verwachting toenemen. In het geval dat geen overname plaatsvindt, is een extra uitkering aan aandeelhouders een aannemelijk scenario.

Kortom, het aandeel TMG kwalificeert zich onder de huidige omstandigheden als een eersteklas defensief aandeel.

De definitieve jaarcijfers van **HES Beheer** (haven- en opslagdiensten) waren conform de voorlopige cijfers die medio februari werden gepubliceerd (zie ook maandbericht februari). Het netto resultaat nam in 2010 met 30,7% toe van € 16,7 miljoen naar € 21,9 miljoen bij een met ruim 14% gestegen omzet van € 75,8 miljoen (2009: € 66,4 miljoen). Deze stijging was te danken aan meer aangevoerde tonnen, uitbreiding van het opslagterrein en een betere bezetting van de opslagfaciliteiten. Gegeven de solide basis van HES Beheer, de goede tot uitstekende locaties, de stevige marktpositie en gelet op de kansen op groei en verdere efficiency verbetering binnen de huidige portfolio blijven de vooruitzichten voor de langere termijn onverminderd goed. Deze verwachting is vooral gestoeld op de verwachte groei van de kolenaanvoer, de geplande uitbreiding in de natte bulk en de effecten van verdere efficiency verbetering. Volgens de huidige planning mogen de eerste omzetten uit de eerste fase van de bouw van de nieuwe BTT terminal (natte bulk) eind vierde kwartaal 2011 worden verwacht. In 2012 zal de proportionele omzet naar verwachting voor circa 4% voortkomen uit de natte bulkactiviteiten (2010: 0,6%).

Wij voorzien voor 2011 een lichte winstgroei na het uitstekend verlopen vorige jaar. Na een winst per aandeel van € 2,50 en een contant dividend van € 1,25 over 2010, gaan wij uit van € 2,60, respectievelijk € 1,30 voor het lopende jaar. Tegen de huidige beurskoers van € 37,15 bedraagt de multiple daarmee 14,3 en het dividendrendement 3,5%.

Industrieel concern (Industrial Services en Flow Control) **Aalberts Industries** werd na vijf jaar vrijgesproken van een vermeende overtreding van de mededingingsregels. In eerste aanleg was Aalberts door de Europese Commissie een boete van € 100,8 miljoen opgelegd die nu niet hoeft te worden betaald. Ofschoon Aalberts altijd haar onschuld in deze zaak heeft bepleit en ook geen voorziening in de balans had opgenomen, zorgde het nieuws toch voor een grote mate van opluchting bij de directie en aandeelhouders. Een aangehouden bankgarantie kan worden beëindigd, waardoor de winsttaxaties van 2011 fractioneel stijgen. Belangrijker is dat een potentieel grote cash-out niet langer als een concrete dreiging boven de beurskoers hangt. Niet verwonderlijk was Aalberts Industries in maart met een koersstijging van 8,4% één van de best presterende deelnemingen in de portefeuille.

TMC Group (The Member Company, detachering van hoogopgeleide professionals binnen technische omgevingen) rapporteerde sterke cijfers over het boekjaar 2010. De opbrengsten stegen van € 37,1 miljoen in 2009 naar € 42,1 miljoen in 2010, een toename van 13,3%. Deze stijging komt volledig op conto van de tweede helft van het jaar toen de jaar-op-jaar groei ruim 30% bedroeg. De toename van de opbrengsten is primair het gevolg van de stijging van het aantal werkondernemers als gevolg van een aantrekkende vraag gecombineerd met een hogere productiviteit. De stijging is gerealiseerd ondanks een aanhoudende druk op de tarieven. De EBITDA steeg met 94,1% van € 2,7 miljoen tot € 5,3 miljoen. De winst per aandeel kwam uit op € 0,94 (2009: - € 1,21). Volgens algemeen directeur Thijs Manders staan alle seinen op groen om ook in 2011 goed te blijven presteren. Met name voor de Technology activiteiten, die goed zijn voor een zeer groot gedeelte van de opbrengsten, is er volop kans de posities verder uit te bouwen in het lopende jaar.

Voor het lopende jaar lijkt een taxatie van de winst per aandeel van € 1,25 een realistische aanname. Tegen de huidige beurskoers van € 12,20 komt de multiple op een zeer bescheiden 9,8. TMC keert € 0,40 dividend per aandeel uit plus een € 0,10 jubileumdividend, waarmee het totale dividendrendement een solide 4,1% bedraagt.

TKH Group (industriële-, telecom-, en building solutions) rapporteerde beter dan verwachte jaarcijfers over 2010. De omzet kwam uit op € 893,5 miljoen, een stijging van ruim 23% ten opzichte van 2009, waarvan 16,3% autonome groei betrof. Met name de winstbijdrage van Industrial Solutions was hoger dan analisten hadden verwacht met een EBITA van € 47,8 miljoen waar circa € 35 miljoen was voorzien. Het succes van de bandenbouwmachines is hier een bepalende factor. Omdat “de grote 5” bandenproducenten (o.a. Michelin, Pirelli, Goodyear) momenteel nog maar voor 20% van de verkopen tekenen, lijkt een verdere stijging van omzet en resultaten bij dit bedrijfs onderdeel een kwestie van tijd te zijn. Met consensustaxaties van de winst per aandeel van € 1,52 voor 2011 (2010: € 1,21) en van € 1,85 voor 2012 mag een verdere re-rating van het aandeel TKH Group vanaf de huidige beurskoers van € 20,50 allerminst worden uitgesloten. Het dividend per aandeel van € 0,61 geeft een dividendrendement van 3%.

Macintosh Retail Group (Fashion, Living, Telecom en Automotive) boekte eveneens beter dan verwachte resultaten over 2010. De omzet kwam 1,3% hoger (H1: -1,1%, H2: +3,4) uit op € 1.131 miljoen, terwijl het bedrijfsresultaat 25% steeg tot € 55,9 miljoen als gevolg van een stevig herstel bij de schoenenactiviteiten (+60%). 2010 was voor Macintosh door de aanhoudend moeilijke marktomstandigheden een uitdagend jaar. Desondanks is de groep erin geslaagd in alle sectoren marktaandeel te winnen. De focus van Macintosh wordt verder gericht op het schoensegment met de acquisitie van Jones Bootmaker in het Verenigd Koninkrijk en de aangekondigde verkoop van BelCompany aan Vodafone voor een bedrag van € 120 miljoen. Macintosh is in onze ogen een strak geleid retailconcern met een zeer aantrekkelijk opwaarts winst- en koerspotentieel zodra de consument weer enigszins de weg naar de winkels weet te vinden. De huidige beurskoers van € 19,75 reflecteert een historische K/W-multiple van 11,4 en een dividendrendement van 3,4% op basis van het voorgestelde dividend van € 0,67 per aandeel. De topkoers van MRG in de zomer van 2007 was € 35,30. Wij hebben er vertrouwen in dat deze waardering de komende anderhalf à twee jaar weer in zicht gaat komen. Deze verwachting bepaalt het stijgingspotentieel van het aandeel Macintosh Retail Group op ruim 78%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	10,9%
Brunel International	9,3%
Imtech	8,7%*
Hunter Douglas	8,7%
Nedap	7,8%
ASM International	7,8%
LBi International	7,3%
Koninklijke TenCate	7,0%
Neways Electronics International	5,8%
Amsterdam Commodities	4,7%
Overige 8 ondernemingen	21,4%
Liquiditeiten en overige	0,6%
Totaal	100,0%

*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

De aandelenmarkt beweegt zich de laatste twee weken geleidelijk omhoog. Onze ervaringen bij de gesprekken met de ondernemingen uit de portefeuille wijzen op een gefundeerd optimisme voor de perspectieven op omzet- en winstgroei in de komende maanden. De krachtige groei in Duitsland is in veel gevallen een stimulerende factor. In februari stegen de industriële orders in Duitsland met 2,4% in vergelijking met januari, waar analisten uitgingen van een stijging van slechts 0,5%. Vergeleken met februari 2010 was er een toename van ruim 20%. Voor de komende maanden wordt door economen een verdere stijging verwacht.

Ofschoon deze krachtige ontwikkeling op korte termijn ook een schaduwzijde heeft in de vorm van een renteverhoging door de ECB, achten wij de waarderingen van de ondernemingen in onze portefeuille in relatieve zin nog altijd bescheiden.

Vandaar dat wij onveranderd een nagenoeg volbelegde positie aanhouden voor de komende periode.

Wij memoreren dat de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van Add Value Fund N.V. zal plaatsvinden op dinsdag 19 april a.s. te Amsterdam.

Locatie: Beursplein 5, aanvang: 15.00 uur.

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

Amsterdam, 8 april 2011

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen