

## **Halfjaarbericht 2013**

### **Add Value Fund N.V.**

een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal  
gevestigd te Amsterdam, Nederland

## **Inhoudsopgave**

Profiel .....	3
Kerncijfers .....	5
Directieverslag .....	6
Halfjaarcijfers 2013 .....	16
Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening .....	19
Overige gegevens .....	28
Algemene gegevens .....	30
Risicoprofiel .....	31

## Profiel

### Beleggingsbeleid

Het Add Value Fund (het “Fonds”) belegt uitsluitend in beursgenoteerde Nederlandse kleine- en middelgrote ondernemingen, de zogenaamde small- en midcaps met een beurswaarde van minimaal € 20 miljoen en ten hoogste € 7,5 miljard. De ondernemingen zijn genoteerd op NYSE Euronext te Amsterdam of een ander erkend handelsplatform. Het Fonds belegt niet in vastgoed- of andere beleggingsfondsen.

Het beleggingsuniversum bestaat uit circa 75 small- en midcap ondernemingen die van Nederlandse oorsprong zijn dan wel statutair in Nederland zijn gevestigd. Deze ondernemingen zijn veelal wereldwijd actief. Via een “*bottom-up stock picking*” aanpak – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – worden ten minste 10 en maximaal 25 ondernemingen geselecteerd die worden opgenomen in de portefeuille.

Ten aanzien van ondernemingen waarvan de aandelen op enig moment promoveren van de Amsterdam Midkap-index naar de AEX-index, geldt dat indien het Fonds een positie in een dergelijke onderneming houdt vóór de promotie naar de AEX-index, zij gerechtigd is deze positie te beheren als elke andere positie uit de portefeuille.

De Beheerder voert een actief beleggingsbeleid en hanteert daarbij geen benchmark. Dit beleid steunt op zelfstandige research naar de ondernemingen uit het beleggingsuniversum. Daarnaast wordt gebruik gemaakt van de research van derden om tot een zo optimaal mogelijke oordeelsvorming te komen.

Het rendement van het Fonds kan door de gekozen beleggingsstrategie niet direct tegen een index worden afgezet. Slechts in incidentele gevallen wordt gebruikt gemaakt van derivaten. Het Fonds neemt geen short posities in en leent evenmin (delen van) aandelenposities uit aan derden.

Het gebruik van effectenkrediet tot een maximum van 20% van het belegd vermogen blijft beperkt tot die situaties waarin voor een korte periode overbruggingskrediet benodigd is. Wel kan besloten worden, afhankelijk van de beleggingsvisie, een deel, tot een maximum van 75% van het vermogen in liquide middelen aan te houden.

Het Fonds richt zich op particuliere en professionele beleggers met een langere termijn horizon.

### Beleggingsdoelstelling

De Beheerder streeft naar de opbouw en het beheer van een geconcentreerde portefeuille met voldoende spreiding. Op middellange termijn, waaronder een termijn van drie tot vijf jaar wordt verstaan, wordt een gemiddelde totale netto beleggingsopbrengst van ten minste 10% op jaarbasis nagestreefd. Deze opbrengst is de som van gerealiseerde en ongerealiseerde koerswinsten plus dividendinkomsten minus kosten.

### **Dividendbeleid**

Het Add Value Fund opteert voor het fiscale regime van de fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt onder andere in dat het Fonds onderworpen is aan de Nederlandse vennootschapsbelasting tegen een tarief van 0%.

In beginsel dient de voor uitkering vatbare winst binnen acht maanden na afloop van het boekjaar aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd. In het algemeen mogen koerswinsten op de beleggingen worden toegevoegd aan de herbeleggingsreserve.

### **Beursnotering en open-end structuur**

Het Add Value Fund is een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. De aandelen in het Fonds zijn genoteerd op de effectenbeurs van NYSE Euronext te Amsterdam. De beurskoers van het aandeel wordt dagelijks gepubliceerd op de website, in de Officiële Prijscourant die beschikbaar is op de website [www.aex.nl/opc](http://www.aex.nl/opc), en in één of meer Nederlandse dagbladen.

Het Fonds heeft een open-end structuur. Aankoop en verkoop van aandelen is in beginsel iedere handelsdag mogelijk. De aandelen worden verhandeld tegen de geldende intrinsieke waarde plus een opslag van 0,5% in geval van netto instroom in het Fonds en tegen de intrinsieke waarde minus 0,5% in geval van netto uitstroom.

### **Vergunning op grond van de Wet op het financieel toezicht**

Het Add Value Fund is een beleggingsinstelling in de zin van de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Keijser Capital Asset Management treedt op als Beheerder en voert de directie over het Add Value Fund. Keijser Capital Asset Management heeft een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft, toegekend door de Autoriteit Financiële Markten ("AFM").

### **Essentiële Beleggersinformatie en prospectus**

De Essentiële Beleggersinformatie is de Europese opvolger van de Financiële Bijsluiter. Dit document verschaft essentiële beleggersinformatie aangaande het Fonds. Het is geen marketing materiaal. De verstrekte informatie is bij wet voorgeschreven en is bedoeld om meer inzicht te geven in de aard en de risico's van beleggingen in het Fonds. Beleggers worden geadviseerd deze informatie te lezen opdat met kennis van zaken kan worden besloten al dan niet in het Fonds te beleggen. De Essentiële Beleggersinformatie en het prospectus worden kosteloos verstrekt en zijn tevens gepubliceerd op de website [www.addvaluefund.nl](http://www.addvaluefund.nl).

## Kerncijfers

De kerncijfers van het Fonds per 30 juni 2013 zijn als volgt, waarbij voor vergelijkingsdoeleinden rekening is gehouden met de periode voor 31 maart 2010 waarin het Add Value Fund nog een fonds voor gemene rekening was:

	30-06-2013	30-06-2012	30-06-2011	30-06-2010
<b>Algemeen</b>				
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.415.633	1.394.054	1.611.248	1.694.232
Fondsvermogen (in €, ultimo)	39.215.043	40.344.228	50.662.526	38.383.334
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	27,70	28,94	31,44	22,65
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	27,56	29,08	31,59	22,65
Hoogste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	33,77	31,64	33,73	24,91
Laagste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	26,92	25,00	30,47	22,20
Beleggingsresultaat op basis van intrinsieke waarde per aandeel	-8,5%	+19,0%	-0,5%	+5,7%

Onderstaande rendementsvergelijking (alleen voor informatiedoeleinden) over de periode februari 2007 tot en met juni 2013 is gebaseerd op beurskoersen inclusief herbelegging van netto dividenden:

### Significante outperformance ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/06/2013, AEX-Index, AMX-Index en ASCX- Index gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/06/2013)

Peildatum: 30/06/2013

## Directieverslag

### Algemeen

Wij bieden u hierbij het verslag aan van het Add Value Fund over de periode 1 januari tot en met 30 juni 2013.

### Ontwikkeling resultaten en fondsvermogen

Het Add Value Fund kende een teleurstellende waardeontwikkeling in de eerste helft van 2013. De intrinsieke waarde per aandeel daalde gedurende deze periode met 11,1% van € 31,15 per ultimo 2012 naar € 27,70 per eind juni 2013. Wanneer het in april uitgekeerde contante dividend van € 0,80 per aandeel in de berekening wordt betrokken, bedraagt het netto beleggingsresultaat over de eerste zes maanden van dit jaar -8,5%.

In vergelijking met de Nederlandse marktindices realiseerde het Fonds in de eerste helft van 2013 een duidelijke underperformance. De AEX-Index (+2,7%), de Amsterdam Midkap-Index (+1.3%) en de Amsterdam SmallCap Index (+10,0%) presteerden beduidend beter over deze periode.

Sinds de start van het Fonds op 1 februari 2007 heeft het Fonds een cumulatieve waardestijging (na kosten) van ruim 20% gerealiseerd. Dit is een beduidend beter resultaat in vergelijking met de AEX-Index (-13%), de Amsterdam Midkap-Index (-7%) en de Amsterdam SmallCap-index (-21%) over dezelfde periode. Overigens heeft Add Value Fund geen officiële benchmark. Genoemde indices zijn uitsluitend als vergelijkingsmaatstaf vermeld en rendementen zijn inclusief het herbeleggen van netto dividenden.

Het fondsvermogen daalde per saldo met 9,8% van € 43,5 miljoen naar € 39,2 miljoen. Het aantal uitstaande aandelen nam in de verslagperiode met 1,4% toe tot 1,416 miljoen stuks.

### Totstandkoming beleggingsresultaat

De performance van het Fonds werd in de eerste helft van 2013 in sterke mate negatief beïnvloed door fraudezaken bij de twee grootste deelnemingen Royal Imtech en Brunel International. Met name de fraudezaak bij technologisch dienstverlener Royal Imtech sorteerde een aanzienlijk negatief effect van in totaal circa 10% op de intrinsieke waarde van het Fonds. Op 4 februari 2013 kwamen de eerste signalen van deze fraude aan het licht en leek de schade zich te beperken tot een weliswaar beduidende, maar nog wel te overziene omvang. In een later stadium bleek de gehele Duitse organisatie van Imtech, die ook de leiding voert over de Oosteuropese activiteiten, en goed is voor circa 30% van de groepsomzet en naar schatting 40% van de EBITDA, slachtoffer te zijn van grootschalige fraude door het lokale management. De totale schade werd op 18 juni bepaald op € 408 miljoen. Daarnaast was een reddingsoperatie noodzakelijk in de vorm van een claimemissie van € 500 miljoen om de aangetaste vermogensverhoudingen te herstellen. De met deze reddingsactie samenhangende kosten, alsmede de kosten van het forensisch onderzoek dat benodigd was om de oorzaak van de bedrijfsfraude te achterhalen, bedroegen in totaal € 110 miljoen en komen ten laste van de resultaten over het lopende boekjaar. Tegen deze achtergrond kan de koersval van ruim 67% van het aandeel Royal Imtech in de eerste helft van 2013 afdoende worden verklaard. De bedrijfsfraude bij detacheerder Brunel International was qua omvang bescheiden in vergelijking tot de situatie bij Royal Imtech en beperkte zich tot een

eenmalige flattering van omzet- en bedrijfsresultaten bij het kantoor Houston, dat deel uitmaakt van Brunel Energy. Desalniettemin was de impact op de beurskoers, zeker in eerste instantie, fors te noemen met een koersdepreciatie tot een maximum van 25%. Inmiddels is de boekhoudkundige orde bij Brunel International hersteld en lijkt de beurswaarde geleidelijk terug te keren naar het niveau van vóór de ontdekking van de malversatie. Al met al leidde deze zaak tot een circa 1%-daling van de intrinsieke waarde van het Fonds bij de meting van de performance over het eerste halfjaar.

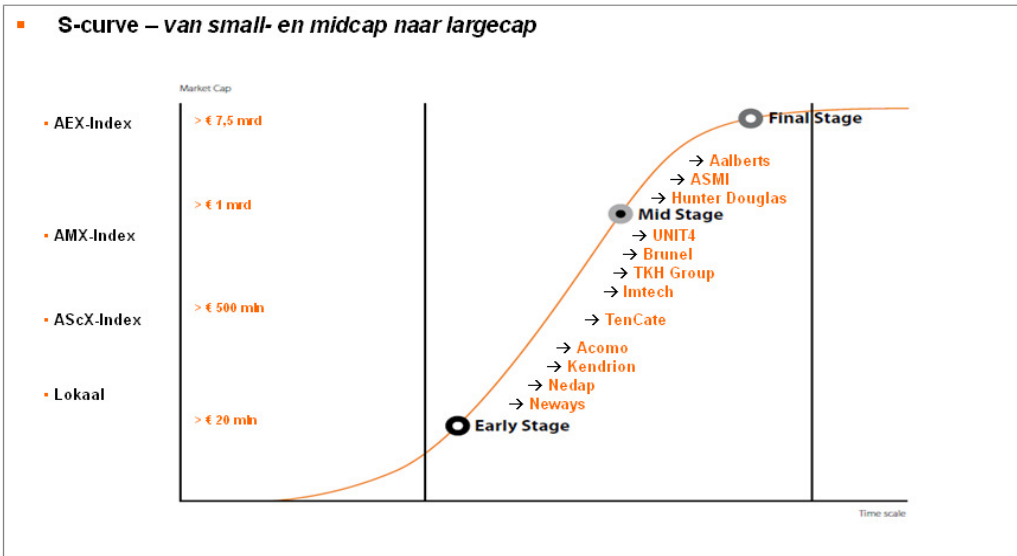
De posities in Royal Imtech en Brunel waren eind januari 2013 tesamen goed voor 27% van de Fondsomvang. De overige 73% van de portefeuille heeft over de verslagperiode over het algemeen bevredigend gepresteerd. Exclusief de negatieve impact van de twee *bleeders* zou over de eerste zes maanden van 2013 een positief totaal beleggingsresultaat van ongeveer 2,5% zijn gerealiseerd, nagenoeg in lijn met het marktgemiddelde. In positieve zin onderscheidden zich de bijdrage van de deelnemingen in UNIT4 en Aalberts Industries, waarvan de beurswaardering in beide gevallen met ruim 11% steeg. Behalve Royal Imtech en Brunel International waren ASM International, Koninklijke TenCate en Neways Electronics International verantwoordelijk voor een negatieve bijdrage aan de performance.

De samenstelling van de portefeuille bleef gedurende de verslagperiode vrijwel ongewijzigd. Het aantal posities werd uitgebreid tot 12 (+1) door aankoop van een belang in elektromagnetenproducent Kendrion.

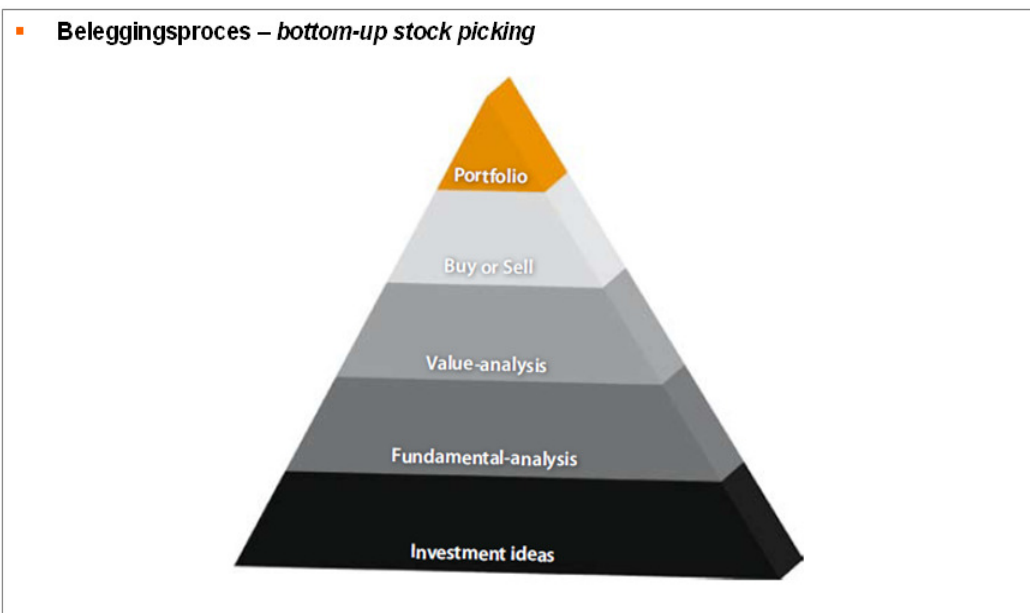
#### **Beleggingsfilosofie, -proces en -strategie**

In onderstaande grafiek – de zogenaamde “**S-curve**” – is het werkkterrein van het Add Value Fund afgebeeld. Het Fonds investeert niet in start-ups, ofwel ter linkerzijde van de *early stage*, en evenmin in AEX-fondsen, ofwel het gebied ter rechterzijde van de *final stage*. De portefeuille is samengesteld uit een evenwichtige selectie van een kleine groep van relatief snelgroeiende en jonge veelbelovende nichespelers met een innovatieve meerwaarde en een grotere groep industriële en dienstverlenende kwaliteitsondernemingen die kunnen bogen op een onderscheidend bedrijfs- en verdienmodel die hun toegevoegde waarde reeds hebben bewezen.

Het Fonds profileert zich als een typische lange termijn belegger: nagenoeg alle 12 ondernemingen zijn al drie tot ruim zes jaar in portefeuille. Van deze 12 ondernemingen zijn er zeven zogenaamde midcaps met een beurswaarde van meer dan € 500 miljoen, vier zogenaamde smallcaps met een beurswaarde tussen de € 50 en € 500 miljoen en een microcap met een beurswaarde beneden de € 50 miljoen maar boven de ondergrens van tenminste € 20 miljoen. Aalberts Industries is met een beurswaarde van bijna € 2 miljard de grootste onderneming in de portefeuille. Per eind juni 2013 was circa 62% van de portefeuille belegd in midcaps, ongeveer 32% in smallcaps en circa 6% in een microcap en liquiditeiten.



Het beleggingsuniversum bestaat uit circa 75 small- en midcap ondernemingen die van Nederlandse oorsprong zijn dan wel statutair in Nederland zijn gevestigd. De totale beurswaarde van deze ondernemingen bedraagt op dit moment circa € 75 miljard. Deze ondernemingen zijn veelal wereldwijd actief. Slechts enkele ondernemingen zijn alleen actief in de Benelux. Via een “*bottom-up stock picking*” aanpak – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – worden ten minste 10 en maximaal 25 ondernemingen geselecteerd die worden opgenomen in de portefeuille. Wij maken geen gebruik van technische analyse. In de onderstaande piramide is van beneden naar boven het beleggingsproces weergegeven.





De inrichting van de portefeuille van het Add Value Fund is tevens onderhevig aan de mate van liquiditeit van de verschillende beleggingen. Er wordt onderscheid gemaakt tussen redelijk tot goed liquide beleggingen (veelal midcaps) en minder goed liquide beleggingen (veelal small- en microcaps). Voor de minder liquide beleggingen hanteren wij een hogere rendementseis dan voor de meer liquide beleggingen.

Binnen het beleggingsuniversum zijn wij continu op zoek naar ondergewaardeerde groeiondernemingen met een focus op 3 kernpijlers:

- 1) Winstgroei**
  - 2) Waardecreatie**
  - 3) Duurzaam dividend**
- Onder winstgroei wordt verstaan een toename van de samengestelde groei van de winst per aandeel op de lange termijn van circa 7,5% of meer op jaarbasis. De winstgroei van een onderneming is de fundamentele basis voor de koersontwikkeling en waardering van het betreffende aandeel;
  - Waardecreatie ontstaat uit het rendement dat wordt gemaakt op ingehouden winsten waarbij gekeken wordt naar rendement op eigen vermogen, rendement op investeringen en rendement op vrije kasstroom van meer dan 10%. Investeringen in productiecapaciteit, onderzoek en ontwikkeling en innovatie leiden doorgaans tot een hogere ondernemingswaarde;
  - Duurzaam dividend is de basis voor een aanvangsrendement op de investering die doorgaans jaarlijks 2,5% of meer moet bedragen afhankelijk van de groeistrategie van de onderneming.

Wij hebben de sterke overtuiging dat ondernemingen met een consistente en bovengemiddelde winstgroei, zowel in goede als in slechte economische tijden, tegen een hogere beurswaardering worden verhandeld dan langzaam of niet groeiende ondernemingen met een onvoorspelbaar winstkarakter. De geschiedenis heeft laten zien dat lange termijn winstgroei – *door alle economische cycli* – uiteindelijk de waarde van een onderneming doet toenemen en daarmee de aandelenkoers laat stijgen.

Naast de hierboven genoemde 3 kernpijlers van de beleggingsfilosofie zijn er nog een aantal kwaliteitskenmerken waaraan een onderneming dient te voldoen:

- Bewezen en succesvol bedrijfs- en verdienmodel;
- Heldere strategie, ambities en doelstellingen;
- Marktleider of top-3 positie in de desbetreffende bedrijfstak;
- Actief in groeisectoren met voorkeur voor een hoogtechnologisch en innovatief karakter;
- Sterke financiële resultaten met bewezen en consistente groei van de winst per aandeel;
- Gezonde balansverhoudingen waarbij wordt gekeken naar de solvabiliteit, rentedekking en de verhouding tussen netto schuld en bruto bedrijfsresultaat;
- Bewezen, succesvol en betrouwbaar management met een goede staat van dienst.

#### **Beleggingsstrategie 2013 - 2014**

De algemene strategie (zoals hierboven staat omschreven) beoogt een goed gespreide portefeuille van eersteklas Nederlandse small- en midcaps aan te houden die in staat is om ook onder meer uitdagende

economische omstandigheden bovengemiddelde resultaten te realiseren tegen benedengemiddelde risico's. De selectie vindt plaats op basis van een zogenaamde *bottom-up stock picking* aanpak, waarbij al in een vroeg stadium van de economische neergang is gefocust op de stabiliteit en voorspelbaarheid van de winstgevendheid van de ondernemingen. Er wordt vanwege de slechte vooruitzichten momenteel niet belegd in financiële instellingen, food en non-food retailers en bouwondernemingen.

Voor het lopende boekjaar voorzien wij dat acht van de twaalf deelnemingen in de portefeuille een toename van de nettowinst zullen realiseren. In het bijzonder Hunter Douglas, ASM International en Koninklijke TenCate zullen naar verwachting verbeterde cijfers presenteren, waarbij de winstgroei van laatstgenoemde twee ondernemingen overigens volgt op een zwakke performance in 2012. Wij verwachten dat de resultaten van Aalberts Industries, Acomo, Brunel International, Kendrion, TKH Group en UNIT4 uiteindelijk licht hoger zullen zijn dan die van 2012, waarbij de aantekening dat de verbetering zich vooral in de tweede helft van 2013 dient te manifesteren. Voor Nedap hanteren wij voor 2013 een licht lagere winstprognose. Deze is het gevolg van de heroriëntatie van het management op de lange termijn strategie, die een versterking van de slagkracht van de onderneming op korte termijn noodzakelijk maakt. Voor Royal Imtech en Neways Electronics International geldt dat 2013 een overgangsjaar is. Wij voorzien voor Royal Imtech vanaf de tweede helft van 2014 een terugkeer naar genormaliseerde verhoudingen, waarna wij een herstel van de aangetaste waarde van het aandeel voorzien. Ten aanzien van Neways Electronics International houden wij in 2014 eveneens rekening met een mogelijk winstherstel, dat deels parallel loopt met verbeterde marktomstandigheden in de halfgeleidersector, het segment waarvan de onderneming voor een belangrijk deel winstafhankelijk is.

## De portefeuille

De portefeuille bestaat per 30 juni 2013 uit de volgende deelnemingen (op volgorde van weging van hoog naar laag):

**UNIT4:** toonaangevende voornamelijk Europese speler op het gebied van de ontwikkeling en distributie van bedrijfssoftware (ERP). Met baanbrekende applicaties, zoals Agresso Business World en CODA, die aan zogenaamde *'businesses living in change'* worden verkocht, slaagt UNIT4 erin jaarlijks marktaandeel te winnen van grootmachten als SAP en Oracle. Via een meerderheidsparticipatie in FinancialForce.com heeft UNIT4 een krachtige applicatie *'in the cloud'* in de markt gezet, waarvan vanaf 2015 een significante winstbijdrage mag worden verwacht. Tot dat moment voorzien wij 5 à 10% winstgroei per jaar, exclusief de bijdrage van eventuele acquisities.

**Nedap:** fabrikant van intelligente technologische oplossingen. Na enkele jaren van sterke progressie zal de autonome groei van Nedap, o.a. Europees marktleider in security management en wereldwijd toonaangevend aanbieder van technologische oplossingen ten behoeve van de veehouderij, in 2013 terugvallen naar een meer gematigd niveau. Tegelijkertijd wordt de interne organisatie klaargestoomd voor een nieuwe periode van sterke groei. Dit zal in het lopende jaar leiden tot een stabilisatie, cq lichte daling van de nettowinst. Vanaf volgend jaar lijkt de Nedap-portfolio, met enkele snelgroeiende productmarkt combinaties, het ouderwetse groeitempo van 10-15% per jaar weer te kunnen oppakken. De aandelen zijn op basis hiervan relatief aantrekkelijk geprijsd op circa 16 maal de getaxeerde winst 2013 bij een verwacht dividendrendement van 4,7%.

**Hunter Douglas:** de wereldmarktleider in raambekleding (o.a. Luxaflex) hanteert een ijzersterk bedrijfsmodel waarmee de onderneming zich soepel door de financiële crises manoeuvreert. Er wordt gestaag marktaandeel gewonnen in de volwassen markten van Noord-Amerika en Europa. De echte groei moet de komende jaren uit Azië (China, India) en Latijns-Amerika komen, waarbij ook voor de bouwproducten een essentiële rol is weggelegd. Denk aan de WK Voetbal (2014) en de Olympische Spelen (2016) in Brazilië. In 2012 is de productiecapaciteit in Noord-Amerika en Europa verder gestroomlijnd, waardoor naar verwachting eventuele onderbezettingsverliezen in 2013 op een belangrijk lager niveau zullen liggen. Wij gaan voor dit jaar uit van fors lagere eenmalige reorganisatielasten (in 2012: US\$ 44,4 miljoen), waardoor er een behoorlijke *leverage* op de groei van de nettowinst aanwezig is. Met name het verdere herstel van de Amerikaanse huizenmarkt moet een winst van tenminste € 3,00 per aandeel (2012: € 2,24) mogelijk maken.

De aandelen Hunter Douglas noteren circa 10 maal de verwachte winst 2013 en doen een dividendrendement van ruim 4%.

**Brunel International:** Europese detacheerder op het gebied van financiële specialisten en ingenieursdiensten. Daarnaast wereldmarktleider in energie-gerelateerde *'white en blue collar'* diensten. Brunel boekte in 2012, ondanks de hiervoor gememoreerde bedrijfsfraude, wederom recordresultaten en profiteert optimaal van het flexibeler worden van de groeiende Duitse economie, in welke markt een tweede positie wordt bekleed. De omzetten van Brunel Energy groeien eveneens sterk, met name gestuwd door een hoge exploratie-activiteit nabij Australië. Een rotsvast vertrouwen in het eigen bedrijfs- en verdienmodel in combinatie met een ijzersterke balans staat aan de basis van een solide performance van deze pure autonome groeionderneming.

**Acomo:** toonaangevend handelshuis in specerijen, thee, zonnebloempitten en food ingrediënten. Over 2012 werden wederom recordresultaten gepresenteerd: op een omzet van € 593 miljoen werd een nettowinst van € 27 miljoen behaald. Daarmee werd aan het fraaie track record van de laatste jaren een mooi nieuw hoofdstuk toegevoegd. Het lopende jaar is weliswaar goed ingezet, maar van wederom een sterke groei mag niet worden uitgegaan. Indien zich geen majeure acquisitiekandidaten aandienen, zal de winst per aandeel (2012: € 1,163) licht kunnen stijgen. In deze prognose is de verwachting van een wat sterkere dollar in de tweede helft van het jaar van belang. Het aantrekkelijke dividendrendement van 4,5% maakt Acomo tot een vaste waarde in de portefeuille van het Add Value Fund.

**Aalberts Industries:** sterk presterende toeleverancier van industriële diensten en specialist op het gebied van Flow Control. Een voortreffelijk langjarig track record van resultaten wordt gecombineerd met een ijzersterke balans – solvabiliteit > 50%. Aalberts Industries opereert vanuit kracht en heeft zich intussen ontwikkeld tot een onmisbare strategische partner voor industriële toponderningen als ASML, GKN en Siemens. Het feit dat topman Jan Aalberts tegenwoordig iets meer op de achtergrond opereert, doet niets af aan het opwaarts (koers)potentieel van Aalberts Industries. Opvolger CEO Wim Pelsma, sinds 1997 werkzaam bij Aalberts Industries, zet in op een succesvolle uitbouw van de ingezette strategie, waarbij extra aandacht voor *cross selling* en *key accountmanagement* voor een prima ondersteuning van de winstgroei zal zorgdragen. Aanvullende acquisities worden vanouds op kundige wijze in de Groep geïntegreerd en zullen, naar onze verwachting, de komende tijd met name in Noord-Amerika gaan plaatsvinden. De aandelen kennen met een *multiple* van circa 12 maal de getaxeerde winst 2013 en een dividendrendement van 1,9% een bescheiden waardering.

**ASM International:** gerenommeerd toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie. Na de verkoop van een 12%-aandelenpakket in back-end deelneming ASM PT jongstleden maart, beschikt ASMI over een schuldenvrije balans. Nu de halfgeleiderindustrie tekenen van herstel begint te vertonen, lijkt ASMI een van de best gepositioneerde spelers te zijn voor een aansprekende winstontwikkeling in de periode 2013-2015. Behalve acquisities is de inkoop van eigen aandelen in dit kader ook een logische optie. Na een teleurstellende performance van het aandeel in 2012 en de eerste helft van 2013 – mede door onenigheid tussen de voorzitter van de RvC en de oprichter/grotaandeelhouder – is ASMI een van de herstellkandidaten in de komende periode. Eind juli 2013 ontvingen aandeelhouders een kapitaaluitkering ad € 4,25 per aandeel uit hoofde van bovenvermelde verkoop.

**Koninklijke TenCate:** combineert textieltechnologie met chemische processen bij de ontwikkeling en productie van functionele materialen. Rond deze technologische basis zijn of worden toepassingen (product-markttechnologie combinaties) geformeerd, die gericht zijn op groeiemarkten. In 2012 halveerden de resultaten ten opzichte van het recordjaar 2011 – toen: omzet € 1.138 miljoen, nettowinst € 58,7 miljoen – met name vanwege het goeddeels achterwege blijven van uitleveringen van de succesvolle Defender-M beschermkleding aan het Amerikaanse leger en onderbezettingsverliezen in de kunstgrasdivisie. Het middellange termijn perspectief van TenCate blijft echter onverminderd aantrekkelijk. Op grond van een sterke productportfolio in composieten, geosynthetische materialen, kunstgras en inkjet-toepassingen lijkt een aantrekkende autonome groei vanaf 2014 uiterst aannemelijk. De huidige beurswaardering – *multiple* van 12 maal de getaxeerde winst 2013, dividendrendement van 2,8% – maakt het aandeel TenCate tot een kansrijke middellange termijn belegging.

**Royal Imtech:** technische dienstverlening voornamelijk in Europa met een uniek bedrijfs- en verdienmodel. Circa 55% van de jaarlijkse opbrengsten is wederkerend in de vorm van lange termijn service- en onderhoudscontracten. Het 'groene' karakter (circa 30% van de opbrengsten) heeft Imtech op de kaart gezet bij het binnenhalen van energie-efficiënte opdrachten. De omvangrijke bedrijfsfraude die in de eerste helft van 2013 aan het licht kwam, heeft een zware wissel getrokken op de vermogensverhoudingen van de groep. De noodzakelijke 4:1 claimmissie heeft tot een aanzienlijke verwatering van de toekomstige winst per aandeel geleid. Niettemin zijn wij van mening dat het bedrijfs- en verdienmodel van Royal Imtech feitelijk nog steeds intact is. Vanaf de tweede helft van 2014 is een terugkeer naar een genormaliseerde omzet- en winstontwikkeling aannemelijk. Tevens sluiten wij de verkoop van niet-kernactiviteit Marine of andere onderdelen bepaald niet uit. Naar onze mening moet het aandeel Royal Imtech de komende periode weer in positieve zin kunnen bijdragen aan de performance van het Add Value Fund.

**TKH Group:** technische dienstverlener die de laatste jaren steeds weer bewijst waarde te kunnen toevoegen voor haar klanten. Het jaar 2013 wordt naar alle waarschijnlijkheid een jaar van lichte groei, gedreven door hogere uitleveringen in de zeer winstgevende bandenbouwdivisie in de tweede helft van het jaar. Het perspectief voor 2014 en verdere jaren oogt onveranderd zonnig. In bandenbouw spreekt topman Alexander van der Lof van een 'ASML-achtige' concurrentiepositie. De in 2012 afgeronde overname van het Duitse Augusta AG (digitale camera's en optische sensoren) zal dit jaar reeds een wezenlijke bijdrage aan de winst per aandeel gaan leveren. De aandelen TKH Group noteren tegen een *multiple* van circa 13 en doen een dividendrendement van ruim 3%.

**Neways Electronics International:** van een printplatenproducent is Neways Electronics International getransformeerd in een eersteklas dienstverlener voor OEM's uit de hors-categorie, zoals Philips, ASML, ASMI, FEI en Roche. De onderneming uit Son (bij Eindhoven) beschikt over goed gepositioneerde werkmaatschappijen in China en Slowakije om haar klanten optimaal te kunnen ontzorgen. In 2012 en de eerste helft van 2013 is Neways geconfronteerd met zeer uitdagende marktomstandigheden, waardoor per saldo slechts marginaal winstgevend (exclusief bijzondere baten en lasten) werd geopereerd. Voor de komende periode lijken betere resultaten mogelijk, nu de belangrijke halfgeleiderindustrie tekenen van herstel vertoont. Op langere termijn blijft de vraag of de onderneming voldoende schaalomvang heeft om structureel voldoende winstgevend te kunnen opereren. De positie in Neways Electronics International beschouwen wij daarom als een *non-core holding*.

**Kendrion:** toonaangevende producent van elektromagneten. Wij verwierven in mei jl. een belang in Kendrion door in te schrijven op een sub-10-emissie bij gelegenheid van de overname van sectorgenoot Kuhnke AG. Door deze acquisitie voegt Kendrion circa 40% aan de groepsomzet toe en komt de intern geformuleerde doelstelling van een omzet van € 450 – 500 miljoen per eind 2015 in zicht. Naar eigen zeggen zal het management erin slagen binnen twee jaar Kuhnke AG naar eenzelfde winstgevendheid te brengen als de Kendrion-kernactiviteit. Voor 2014 en 2015 voorzien wij een krachtige groei van de winst per aandeel naar respectievelijk € 1,85 en € 2,25. Tegen de huidige beurskoers van € 20,50 wordt circa 11 maal de verwachte winst 2014 voor de aandelen Kendrion betaald en komt het dividendrendement op circa 3%.

### Vooruitzichten 2013 en verder

Sinds het uitbreken van de financiële en economische crisis in 2008/09 is het uitspreken van verwachtingen een uiterst hachelijke zaak geworden. Menige beursgenoteerde onderneming waagt zich sindsdien niet meer aan het geven van concrete prognoses voor de komende periode. Veeleer wordt gekozen voor kwalitatieve statements, vanzelfsprekend met de bekende nuancerende toevoeging: *'onvoorziene omstandigheden voorbehouden'*.

Het zal dan ook niet als verrassing komen dat wij, als lange termijn belegger in enkele van deze ondernemingen, onder de huidige door grote onzekerheden gekenmerkte marktomstandigheden, met enige terughoudendheid onze voorspellingen presenteren.

Niettemin zijn wij van mening dat de perspectieven voor waardeappreciatie van de deelnemingen in onze portefeuille onverminderd gunstig zijn:

- De lessen van de eerste scherpe recessie van 2008/09 zijn ter harte genomen. Anno 2013 zijn de door ons geselecteerde ondernemingen per definitie *meaner, leaner and stronger* en hebben ze de beschikking over voldoende financiële middelen en een sterke balans met relatief weinig of geen rentedragende schulden;
- Daarnaast profiteert deze categorie ondernemingen van de historisch lage rentetarieven. Hierdoor dalen per saldo de rentelasten en kunnen ze goedkoper dan ooit (her)financieren voor investeringen en/of overnames;
- De betreffende ondernemingen winnen snel marktaandeel; concurrerende bedrijven missen op meerdere punten de aansluiting, vanwege (1) een gebrek aan schaalomvang en competenties (2) onvermogen om te (blijven) investeren in de noodzakelijke R&D expansie en (3) het niet kunnen behouden/vastleggen van kwalitatief hoogwaardige werknemers;

- De meerderheid van de ondernemingen in de portefeuille bevindt zich momenteel in de stijl oplopende fase van de *S-curve* en zal dientengevolge in 2013/2014 een autonome groei van omzet en winst tonen.

Hiertegenover staat de realiteit van een nog altijd afnemend momentum van economische groei danwel een situatie van krimp in de Westeuropese markten met uitzondering van Duitsland. Bovendien moet rekening worden gehouden met aanhoudende overheidsbesparingen die de bestedingsruimte van bedrijven en particulieren onder druk zetten. Echter, het is vooral de politieke onzekerheid – in Nederland en Europa – die beleggers naar verwachting terughoudend zal laten opereren.

Wij hebben traditioneel onze winsttaxaties voor 2013 en 2014 tegen het licht gehouden. Onder de aanname van 0% economische groei in West-Europa in 2013 en een lichte groei (0-1%) in 2014 verwachten wij dat de ondernemingen in de portefeuille van het Add Value Fund toch een stijging van de winst per aandeel kunnen realiseren. Nagenoeg alle *'mini multinationals'* zijn wereldwijd actief en profiteren sterk van structurele groeitrends zoals:

- Vergrijzing
- Groene technologie
- Agri
- Cloud computing
- Veiligheid en bescherming
- Grondstoffen

Verder past de opmerking dat vier van de twaalf ondernemingen in de portefeuille over een netto kaspositie beschikken. Voorts zij vermeld dat ondernemingen sterk kunnen profiteren van eventuele toekomstige fusies en overnames.

Wij zijn ervan overtuigd dat de uitgangspositie van de ondernemingen in de portefeuille zodanig sterk is, dat ook in een fase van stagnerende economische groei en algemene maatschappelijke onzekerheid, het Add Value Fund een tevredenstellend totaal beleggingsresultaat moet kunnen realiseren. Het geïndiceerde bruto dividendrendement van circa 4,0% van de ondernemingen in portefeuille voor het lopende boekjaar vormt voor deze verwachting een goede ondersteuning.

### **Stembeleid Add Value Fund**

Als beleid geldt dat vertegenwoordigers van het Add Value Fund zoveel mogelijk aanwezig zullen zijn op de aandeelhoudersvergaderingen van de ondernemingen waarin wordt belegd. De vertegenwoordigers zullen voor zover relevant een actieve rol vervullen tijdens deze vergaderingen.

In 2013 zijn vertegenwoordigers van Add Value Fund aanwezig geweest op de aandeelhoudersvergaderingen van 9 deelnemingen uit de portefeuille. In deze vergaderingen is gebruik gemaakt van het stemrecht, waarbij in alle gevallen is ingestemd met de geagendeerde voorstellen.

### **Principles of Fund Governance**

Keijser Capital Asset Management heeft als beheerder van beleggingsfondsen zogeheten Principles of Fund Governance op de website van het Add Value Fund geplaatst. Deze principes zijn een vorm van zelfregulering waarbij de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) richtlijnen en best

practices heeft aangegeven. Het doel van de principles is het geven van nadere richtlijnen voor de organisatorische opzet en werkwijze van fondsbeheerders. Keijser Capital Asset Management volgt deze richtlijnen.

Amsterdam, 15 augustus 2013

De Directie,  
Keijser Capital Asset Management B.V.

## **Halfjaarcijfers 2013**



## Balans per 30 juni 2013

(voor resultaatbestemming, bedragen in € 1.000)

		30 juni 2013	31 december 2012
<b>Activa</b>			
<b>Beleggingen</b>			
Aandelen	1	37.760	40.213
<b>Vorderingen</b>			
Overige vorderingen	2	98	-
Overlopende activa		26	4
		<b>124</b>	<b>4</b>
<b>Overige activa</b>			
Oprichtingskosten	3	23	29
Liquide middelen	4	1.501	3.250
		<b>1.524</b>	<b>3.279</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>39.408</b>	<b>43.496</b>
<b>Passiva</b>			
<b>Eigen vermogen</b>			
Geplaatst kapitaal	5	3.539	3.489
Agioreserve	6	28.977	28.330
Algemene reserve	7	10.508	1.770
Onverdeelde winst	8	-3.809	9.884
		<b>39.215</b>	<b>43.473</b>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen	9	44	22
Overige schulden	10	79	-93
Te betalen beheervergoeding	11	57	64
Overlopende passiva	12	13	30
		<b>193</b>	<b>23</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>39.408</b>	<b>43.496</b>
<b>Intrinsieke waarde per aandeel</b>		27,70	31,15

## Winst- en verliesrekening 1 januari – 30 juni 2013

(bedragen in € 1.000)

		01-01-2013 / 30-06-2013	01-01-2012 / 30-06-2012
<b>Bedrijfsopbrengsten</b>			
Opbrengsten uit beleggingen	13	914	1.379
Waardeveranderingen van beleggingen	14	-4.297	5.885
Interest		-	-4
Overige bedrijfsopbrengsten	15	23	27
Som der bedrijfsopbrengsten		<b>-3.360</b>	<b>7.287</b>
<b>Bedrijfslasten</b>			
Beheerkosten	16	374	366
Afschrijving oprichtingskosten	3	6	7
Overige bedrijfskosten	17	69	107
Som der bedrijfslasten		<b>449</b>	<b>480</b>
<b>Netto resultaat</b>		<b>-3.809</b>	<b>6.807</b>

## Kasstroomoverzicht 1 januari – 30 juni 2013

(bedragen in € 1.000)

		01-01-2013 / 30-06-2013	01-01-2012 / 30-06-2012
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>			
Netto resultaat		-3.809	6.807
Mutatie beleggingen		2.453	-3.488
Mutatie vorderingen		-120	-22
Mutatie kortlopende schulden		170	-300
Afschrijvingen		6	6
Totaal kasstroom uit beleggingsactiviteiten		<b>-1.300</b>	<b>3.003</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>			
Ontvangen bij (her-) plaatsing eigen aandelen		3.918	2.064
Betaald bij inkoop eigen aandelen		-3.221	-3.499
Dividenduitkeringen		-1.146	-1.119
Totaal kasstroom uit financieringsactiviteiten		<b>-449</b>	<b>-2.554</b>
<b>Mutatie geldmiddelen</b>		<b>-1.749</b>	<b>449</b>

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

### **Algemeen**

Add Value Fund N.V. is een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal, zoals omschreven in artikel 2:76a van het Burgerlijk Wetboek en is voor onbepaalde tijd opgericht bij akte van 31 maart 2010, verleden voor notaris mr. K. Stelling te Amsterdam.

Het Fonds is statutair gevestigd te Amsterdam en is ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 34388204.

Het Add Value Fund opteert voor het fiscale regime van de fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt onder andere in dat het Fonds onderworpen is aan de Nederlandse vennootschapsbelasting tegen een tarief van 0%.

In beginsel dient de voor uitkering vatbare winst binnen acht maanden na afloop van het boekjaar aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd. In het algemeen mogen koerswinsten op de beleggingen worden toegevoegd aan de herbeleggingsreserve.

De aandelen in het Add Value Fund zijn genoteerd op de effectenbeurs van NYSE Euronext te Amsterdam. Onder de voorwaarden zoals omschreven in het prospectus kunnen aandelen dagelijks worden aangekocht dan wel verkocht. De ISIN code is NL0009388743. De symbol/ticker code is AVFNV.

Het halfjaarbericht is opgesteld conform in Nederland algemeen aanvaarde grondslagen voor financiële verslaggeving, in overeenstemming met Titel 9, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en met de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode. Alle bedragen luiden in euro's, tenzij anders vermeld. Voor vergelijkingsdoeleinden zijn, daar waar nodig, de vergelijkende cijfers aangepast.

Het boekjaar van Add Value Fund N.V. loopt van 1 januari tot en met 31 december 2013. In de periode 1 februari 2007 tot en met 30 maart 2010 was het Add Value Fund een fonds voor gemene rekening met een semi open-end karakter. Alle daarvoor in aanmerking komende activa en passiva zijn per 31 maart 2010 door Add Value Fund N.V. overgenomen van het Add Value Fund als fonds voor gemene rekening.

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

### **Waarderingsgrondslagen**

#### **Waardering van beleggingen en overige activa en passiva**

De waardering van activa en passiva geschiedt naar maatstaven die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd.

Ten behoeve van de bepaling van het fondsvermogen worden de beleggingen en overige activa en passiva van het Fonds als volgt gewaardeerd:

- beursgenoteerde effecten worden gewaardeerd tegen de officiële slotkoers van de vorige handelsdag of, indien geen notering heeft plaatsgevonden, tegen het gemiddelde van de bied- en laatkoers van de vorige handelsdag of op de door de directie vastgestelde reële waarde indien dit in het belang van de aandeelhouders is;
- liquide middelen en deposito's worden gewaardeerd tegen nominale waarde;
- overige activa en passiva worden eveneens gewaardeerd tegen nominale waarde. Hieronder vallen onder meer geactiveerde kosten, opgelopen nog niet uitgekeerde rente, betaalbaar gestelde nog niet ontvangen dividenden en verschuldigde nog niet in rekening gebrachte kosten en vergoedingen;
- geactiveerde oprichtingskosten worden afgeschreven in vijf jaar;
- activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omgerekend naar euro op basis van de actuele valutakoersen.

### **Bepaling resultaat**

Het resultaat wordt bepaald door de aan de verslagperiode toe te rekenen gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten, dividenden en interest te verminderen met de aan de verslagperiode toe te rekenen lasten. De in de verslagperiode opgetreden gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten worden bepaald door op de verkoopopbrengst dan wel de balanswaarde aan het einde van de verslagperiode de aankoopwaarde dan wel de balanswaarde aan het einde van de vorige verslagperiode in mindering te brengen.

### **Toelichting op specifieke posten van de balans**

#### **1. Aandelen**

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

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

Stand begin verslagperiode		40.213
Aankopen	3.897	
Verkopen	-2.053	
Waardeveranderingen van beleggingen	<u>-4.297</u>	<u>-2.453</u>
Stand einde verslagperiode		<u>37.760</u>

De specificatie van de beleggingen in aandelen per 30 juni 2013 is als volgt (koers: bedragen in €, waarde: bedragen in € 1.000):

<b>Belegging</b>	<b>Aantal</b>	<b>Koers</b>	<b>Waarde</b>	<b>%</b>
UNIT4	225.000	24,89	5.601	14,8%
Nedap	180.000	30,35	5.463	14,5%
Hunter Douglas	165.000	30,70	5.066	13,4%
Brunel International	115.000	32,33	3.718	9,9%
Acom	250.000	14,44	3.610	9,5%
Aalberts Industries	200.000	17,17	3.434	9,1%
ASM International	120.000	25,93	3.112	8,2%
Koninklijke TenCate	150.000	18,02	2.704	7,2%
Royal Imtech	375.000	5,64	2.116	5,6%
TKH Group	70.000	19,75	1.382	3,7%
Neways Electronics International	291.864	3,61	1.054	2,8%
Kendrion	25.000	19,99	500	1,3%
			<hr/>	
			<u>37.760</u>	<u>100,0%</u>

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

## **2. Overige vorderingen**

Deze post heeft betrekking op te ontvangen dividend.

## **3. Oprichtingskosten**

De oprichtingskosten van het Fonds worden in vijf jaar afgeschreven. De enige mutatie in de verslagperiode heeft betrekking op de jaarlijkse afschrijvingen.

## **4. Liquide middelen**

Dit betreft het rekening-courant saldo bij KAS BANK N.V. van € 1.501.211. Dit bedrag staat ter vrije beschikking van het Fonds.

## Eigen vermogen

### 5. Geplaatst kapitaal

Het maatschappelijk kapitaal per 30 juni 2013 bedraagt nominaal € 15.000.010 en is verdeeld in 6.000.000 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen van elk € 2,50. Hiervan is geplaatst en volgestort € 3.539.093 (1.415.633 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen).

De mutaties in het geplaatst kapitaal zijn als volgt (bedragen in € 1.000):

	<b>2013 aantal</b>	<b>2013 bedragen</b>
Stand begin verslagperiode	1.395.457	3.489
Uitgegeven / geplaatst	127.978	320
Ingekocht	<u>-107.802</u>	<u>-270</u>
	<u>20.176</u>	<u>50</u>
Stand einde verslagperiode	<u>1.415.633</u>	<u>3.539</u>

### 6. Agioreserve

Deze post betreft het saldo van het gestorte agio begrepen in de plaatsingen en inkopen van aandelen, welke gedurende de verslagperiode hebben plaatsgevonden.

Het verloop van de agioreserve is als volgt (bedragen in € 1.000):

Stand begin verslagperiode	28.330
Gestort bij uitgifte / plaatsing	3.598
Onttrokken bij inkoop	<u>-2.951</u>
	<u>647</u>
Stand einde verslagperiode	<u>28.977</u>

### 7. Algemene reserve

Het verloop van deze post is als volgt (bedragen in € 1.000):

Stand begin verslagperiode	1.770
Dividenduitkering	-1.146
Onverdeeld resultaat voorgaand boekjaar	<u>9.884</u>
	<u>8.738</u>
Stand einde verslagperiode	<u>10.508</u>

Van de algemene reserve dient € 42.000 als wettelijke reserve te worden aangehouden in verband met de geactiveerde oprichtingskosten.

#### **8. Onverdeeld resultaat**

Het verloop van deze post is als volgt (bedragen in € 1.000):

Stand begin verslagperiode	9.884
Ten laste van algemene reserve	- 9.884
Resultaat lopend boekjaar	<u>-3.809</u>
	<u>-13.693</u>
Stand einde verslagperiode	<u>-3.809</u>

#### **9. Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen**

Deze post betreft de nog te betalen bedragen uit hoofde van ingekochte aandelen aan uitgetreden beleggers.

#### **10. Overige schulden**

Deze post heeft betrekking op te verrekenen dividendbelasting.

#### **11. Te betalen beheervergoeding**

Deze post betreft de verschuldigde beheervergoeding over de laatste maand van de verslagperiode.

#### **12. Overlopende passiva**

Onder deze post zijn reserveringen uit hoofde van met name marketingkosten, accountants- en advieskosten, kosten toezicht AFM en DNB, kosten NYSE Euronext, vergoedingen aan de Raad van Commissarissen en bankkosten opgenomen.

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

#### **13. Opbrengsten uit beleggingen**

Hieronder zijn de dividendopbrengsten verantwoord die gedurende de verslagperiode aan het Fonds zijn toe te rekenen.

#### 14. Waardeveranderingen van beleggingen

Dit betreft de gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten op beleggingen, inclusief ontvangen aandelen uit hoofde van stockdividenden. De uitsplitsing is als volgt (bedragen in € 1.000):

	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Gerealiseerde koersresultaten	-857	516
Ongerealiseerde koersresultaten	<u>-3.440</u>	<u>5.369</u>
Totaal	<u><u>-4.297</u></u>	<u><u>5.885</u></u>

#### 15. Overige bedrijfsopbrengsten

Onder deze post zijn de ontvangen op- en afslagen verantwoord in verband uitgegeven en ingekochte aandelen van het Fonds vanwege toe- en uittreedende beleggers.

#### 16. Beheerkosten

Het beheer van het fondsvermogen, inclusief de financiële en de beleggingsadministratie, is opgedragen aan de directie. De directie ontvangt hiervoor een vergoeding die kan worden onderverdeeld in een vaste beheervergoeding en een prestatievergoeding.

##### Vaste beheervergoeding

Dit betreft de door Keijser Capital Asset Management B.V. aan het Fonds in rekening gebrachte vaste beheervergoeding van 1,75% op jaarbasis over de gemiddelde omvang van het fondsvermogen. Deze vaste beheervergoeding wordt aan het einde van iedere maand gereserveerd ten laste van het fondsvermogen (0,14583%) en aan het begin van de daaropvolgende maand betaalbaar gesteld.

##### Prestatievergoeding

De directie komt, indien van toepassing, per het einde van het boekjaar in aanmerking voor een prestatievergoeding.

Voor de berekening van de prestatievergoeding zijn de volgende termen van belang:

- nettorendement: de stijging van de intrinsieke waarde per aandeel in een boekjaar (vóór eventuele reservering van de prestatievergoeding) vermeerderd met de in dat boekjaar gedane dividenduitkeringen per aandeel;
- outperformance: indien het nettorendement hoger is dan 10%, is de outperformance gelijk aan het nettorendement minus 10%;
- underperformance: indien het nettorendement lager is dan 10%, is de underperformance gelijk aan 10% minus het nettorendement.

De prestatievergoeding is alleen verschuldigd bij outperformance in enig jaar en wordt als volgt berekend:

- $10\% \times (\text{outperformance} \text{ minus eventuele, nog niet verrekende, underperformance over de voorafgaande twee boekjaren})$ , vermenigvuldigd met het gemiddeld in het boekjaar uitstaande aantal aandelen.



De prestatievergoeding is alleen verschuldigd indien de uitkomst van bovenstaande berekening positief is. Gedurende de verslagperiode is geen outperformance gerealiseerd en derhalve geen prestatievergoeding verantwoord.

### 17. Overige bedrijfskosten

De overige bedrijfskosten kunnen als volgt worden gespecificeerd (bedragen in € 1.000):

	2013	2012
Marketingkosten	5	39
Kosten ENL Agent en Fund Agent	14	8
Accountantskosten	13	9
Kosten fiscaal advies	2	2
Kosten toezicht AFM en DNB alsmede noteringskosten	6	7
Bank- en bewaarloonkosten	7	14
Commissarissenvergoeding	12	12
Aansprakelijkheidsverzekering	7	7
Overige kosten	<u>3</u>	<u>9</u>
	<u>69</u>	<u>107</u>

De bezoldiging per commissaris bedraagt € 10.000 exclusief BTW op jaarbasis (2012: € 10.000 exclusief BTW op jaarbasis).

### Lasten (lopende kosten getal, transactiekosten en omloopsnelheid)

#### Lopende kosten getal

De Ongoing Charges Figure ("OCF"), ofwel lopende kosten getal, is de vervanger van de Total Expense Ratio ("TER"). De OCF geeft inzicht in de totale kostenniveau in de verslagperiode van het Fonds ten opzichte van de gemiddelde Intrinsieke Waarde (op basis van iedere handelsdag) van het Fonds. Transactiekosten en eventuele interestlasten worden niet betrokken in de berekening van de OCF en de kosten van een eventuele prestatievergoeding worden separaat vermeld.

De lopende kosten getal van het Fonds over de verslagperiode bedraagt 2,09% (1H2012: 2,35%).

#### Transactiekosten en omloopsnelheid

De transactiekosten die worden gemaakt bij de aan- en verkoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen en zijn daarom niet opgenomen in de lopende kosten getal. Deze in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst opgenomen transactiekosten bedragen over de verslagperiode in totaal circa € 11.900, ofwel 0,03% (1H2012: 0,01%) van de gemiddelde intrinsieke waarde van het Fonds. Deze transactiekosten zijn gedeeltelijk gemaakt in verband met aan- en verkopen van de beleggingen vanwege toe- en uitredende beleggers in het Fonds. Voor de opbrengsten uit hoofde van de in dit verband ontvangen op- en afslagen wordt verwezen naar de toelichting onder punt 15.

Aangezien de transactiekosten geen deel uitmaken van bovengenoemde lopende kosten getal wordt tevens de omloopsnelheid weergegeven. De omloopsnelheid vloeit voort uit het beleggingsbeleid van het Fonds en heeft betrekking op het totaal van de aan- en verkopen van de beleggingen in verhouding tot de gemiddelde intrinsieke waarde van het Fonds in de verslagperiode. Hierop vindt een correctie plaats voor de aan- en verkopen van de beleggingen vanwege toe- en uittreedende beleggers. De omloopsnelheid voor de verslagperiode bedraagt -2,8% (1H2012: -7,4%).

De omloopsnelheid wordt als volgt berekend:  $(A + V) - (U + I) / GIW * 100$ , waarbij A = Aankopen, V = Verkopen, U = Uitgiftes, I = Innames en GIW = Gemiddeld Intrinsieke Waarde

### **Overige toelichtingen**

#### **Niet uit de balans blijvende verplichtingen**

Er zijn geen andere verplichtingen aangegaan die niet uit de balans blijken.

#### **Bestuurdersbelangen**

De leden van het beheerteam en aan hen gelieerde personen hebben aan het begin en aan het eind van de verslagperiode de volgende belangen in het Add Value Fund (aantal aandelen): als bedoeld in artikel 122 lid 2 Bgfo:

	<b>30-06-2013</b>	<b>31-12-2012</b>
H.T. Wiersma	2.300	2.244
W.F. Burgers	41.563	41.563
A.P.M. Bon	1.000	1.000
C.F. Rondeltap	0	0

De heren H.T. Wiersma, A.P.M. Bon en C.F. Rondeltap hebben geen belangen in ondernemingen die deel uitmaken van het beleggingsuniversum van het Fonds. De heer W.F. Burgers heeft alleen 1.239 aandelen Hydratec Industries in bezit die op moment van aankoop (beurswaarde < € 20 miljoen) geen deel uitmaakten van het beleggingsuniversum.

De leden van de Raad van Commissarissen van het Fonds hebben geen belangen in het Fonds en geen belangen in ondernemingen die deel uitmaken van het beleggingsuniversum van het Fonds. Beide directieleden van Keijser Capital N.V. hebben geen belangen in het Fonds en geen belangen in ondernemingen die deel uitmaken van het beleggingsuniversum van het Fonds.

#### **Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken**

De directie van het Add Value Fund wordt gevoerd door Keijser Capital Asset Management B.V., welke vennootschap een 100%-dochtermaatschappij is van Keijser Capital N.V. Het voeren van de financiële- en beleggingsadministratie van het Fonds alsmede de dagelijkse berekening van de intrinsieke waarde per aandeel is vanaf 1 maart 2013 uitbesteed aan KAS BANK N.V., daarvoor was de administratie uitbesteed aan Keijser Capital N.V. De kosten verbonden aan deze uitbesteede werkzaamheden worden door Keijser Capital Asset Management B.V. gedragen en komen niet ten laste van het Fonds.

Aan- en verkopen van beleggingen vinden bij verschillende financiële instellingen plaats, waaronder Keijser Capital N.V. De hoogte van de transactiekosten is bij alle betrokken instellingen gelijk en bedraagt 0,2% over de effectieve waarde. In de verslagperiode bedroegen de aan Keijser Capital N.V. betaalde transactiekosten 25% van de totale transactiekosten.

## Resultaten

Hieronder zijn de resultaten van het Fonds opgenomen waarbij rekening is gehouden met de periode voor 31 maart 2010 waarin het Add Value Fund nog een fonds voor gemene rekening was. Onderstaande cijfers hebben derhalve betrekking op de periode 1 januari 2009 tot en met 30 juni 2013.

	30-06-2013	2012	2011	2010	2009
<b>Algemeen</b>					
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.415.633	1.395.457	1.443.891	1.535.478	1.824.024
Fondsvermogen (in €, ultimo)	39.215.043	43.473.581	36.090.656	49.726.718	39.071.558
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	27,70	31,15	25,00	32,39	21,42
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	27,56	31,30	24,87	32,55	-
<b>Resultaten (bedragen in € 1.000)</b>					
Opbrengsten	914	1.409	1.327	1.618	1.261
Waardeveranderingen	-4.274	9.387	-10.869	17.766	14.282
Kosten	-449	-912	-993	-1.042	-520
Totaal	<u>-3.809</u>	<u>9.884</u>	<u>-10.535</u>	<u>18.342</u>	<u>15.023</u>
<b>Resultaten per aandeel (bedragen in €)<sup>1</sup></b>					
Opbrengsten	0,65	1,01	0,92	1,05	0,69
Waardeveranderingen	-3,02	6,73	-7,53	11,58	7,84
Kosten	-0,32	-0,65	-0,69	-0,68	-0,29
Totaal	<u>-2,69</u>	<u>7,09</u>	<u>-7,30</u>	<u>11,95</u>	<u>8,24</u>
<b>Resultaat o.b.v. intrinsieke waarde per aandeel</b>	-8,5%	+27,8%	-20,3%	+51,2%	+55,6%

Amsterdam, 15 augustus 2013

De Directie,  
 Keijser Capital Asset Management B.V.

<sup>1</sup> De resultaten per aandeel zijn berekend op basis van het aantal uitstaande aandelen aan het eind van de verslagperiode

## Overige gegevens

### Statutaire regeling resultaatbestemming

De resultaatbestemming vindt plaats overeenkomstig artikel 25 van de statuten van het Fonds. De tekst van dit artikel luidt als volgt:

1. Van de winst die in het laatst verstreken boekjaar is behaald, kan de Prioriteit een zodanig bedrag toevoegen aan de reserves van de vennootschap als zij zal vaststellen.  
De winst die resteert na de eventuele reservering als bedoeld in de vorige zin, staat ter beschikking van de Algemene Vergadering.
2. De vennootschap kan slechts uitkeringen doen voor zover haar eigen vermogen groter is dan het gestorte en opgevraagde deel van het geplaatste kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden.  
Op prioriteits aandelen zal over enig boekjaar nimmer meer dividend worden uitgekeerd dan een percentage van het nominaal bedrag van die aandelen, gelijk aan het percentage van de wettelijke rente op de laatste dag van het boekjaar waarover dividend wordt vastgesteld.  
Prioriteits aandelen delen ook niet in enige reserve.
3. Uitkering van winst geschiedt eerst na vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is.
4. Door de vennootschap gehouden aandelen of certificaten en aandelen of certificaten die de vennootschap in vruchtgebruik heeft, tellen niet mee bij de berekening van de winstverdeling.
5. De algemene vergadering kan besluiten tot het doen van tussentijdse uitkeringen. Een besluit tot het uitkeren van een interim-dividend uit de winst over het lopende boekjaar kan tevens door de directie worden genomen.  
Uitkeringen als in dit lid bedoeld, kunnen slechts geschieden indien is voldaan aan het bepaalde in lid 3 van dit artikel blijkens een tussentijdse vermogensopstelling als bedoeld in artikel 105 lid 4 van Boek 2.
6. De algemene vergadering kan besluiten dat dividenden geheel of gedeeltelijk in een andere vorm dan in contanten zullen worden uitgekeerd.
7. Ten laste van door de wet voorgeschreven reserves mag een tekort slechts worden gedelgd indien en voor zover de wet dat toestaat.

### Prioriteit

Er zijn vier prioriteits aandelen geplaatst bij Keijser Capital N.V. De houders van de prioriteits aandelen zijn bevoegd een vergadering van de Prioriteit bijeen te roepen. Aan de Prioriteit zijn diverse bijzondere rechten toegekend, waaronder het doen van een bindende voordrachten voor de benoeming van de directie en de leden van de Raad van Commissarissen. Tevens kan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een besluit tot statutenwijziging, fusie of ontbinding slechts nemen op voorstel van de Prioriteit.

#### **Gebeurtenissen na balansdatum**

Eind juli hebben wij ons, namens het Add Value Fund, aangesloten bij Deminor Damage Recovery Services om een vergoeding te krijgen voor de schade die is geleden op de positie in aandelen Royal Imtech. Deminor is de toonaangevende Europese onderneming inzake aandeelhoudersactivisme, beleggersbescherming, het terugwinnen van geleden verliezen en corporate governance. Voor meer informatie kunt u hun website [www.deminor.com](http://www.deminor.com) raadplegen. Wij zullen u op de hoogte houden, zover juridisch is toegestaan, van de vorderingen in deze zaak.

Tevens is Eric Bouwmeester, commissaris van het Add Value Fund, per 30 juli 2013 teruggetreden. Na bijna vier jaar betrokken te zijn geweest bij het Fonds, eerst als lid van de Raad van Advies en sinds de beursgang in april 2010 als commissaris, treedt de heer Bouwmeester, vanwege het aanvaarden van een nieuwe functie waarbij een toezichhoudende rol niet meer mogelijk is, terug.

De directie van Keijser Capital Asset Management en het beheerteam van het Add Value Fund respecteren dit besluit. Wij bedanken de heer Bouwmeester voor zijn inzet en wensen hem veel succes toe in zijn nieuwe functie.

#### **Verklaring betreffende het halfjaarbericht**

De directie verklaart dat dit halfjaarverslag een getrouw beeld geeft van de grootte en samenstelling van het vermogen van het Add Value Fund per 30 juni 2013 en van het resultaat over de periode 1 januari 2013 tot en met 30 juni 2013.

#### **Geen accountantscontrole**

De cijfers in dit halfjaarbericht zijn niet door de externe accountant gecontroleerd.

## Algemene gegevens

Add Value Fund N.V.	Keizersgracht 410 1016 GC Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 531 2121 Telefax: +31 (0)20 531 2195 E-mail: <a href="mailto:info@addvaluefund.nl">info@addvaluefund.nl</a> Website: <a href="http://www.addvaluefund.nl">www.addvaluefund.nl</a>
Directie	Keijser Capital Asset Management B.V. Keizersgracht 410 1016 GC Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 531 2121 Telefax: +31 (0)20 531 2195 E-mail: <a href="mailto:info@kcam.nl">info@kcam.nl</a>
Raad van Commissarissen	De heer drs. R.C.J. Meijer De heer E.C. Bouwmeester
Depotbank, ENL Agent, Fund Agent en Administrateur	KAS BANK N.V. Nieuwezijds Voorburgwal 225 1012 RL Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 557 5911
Accountant	Mazars Paardekooper Hoffman Accountants N.V. Rivium Promenade 200 Postbus 23123 3001 KC Rotterdam Telefoon : +31 (0)88 277 1576
Juridisch adviseur	Warendorf Advocaten en Notarissen Koningslaan 42 1075 AE Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 798 8200

## Risicoprofiel

Hieronder volgt een beschrijving van de belangrijkste risico's die beleggers lopen wanneer zij beleggen in het Add Value Fund:

### Algemeen

Aan het beleggen in aandelen van het Add Value Fund zijn financiële kansen, maar ook financiële risico's verbonden. Factoren die invloed kunnen uitoefenen op de waarde van de aandelen van het Fonds zijn niet beperkt tot de factoren die in hieronder zijn weergegeven.

De waarde van de beleggingen kan zowel stijgen als dalen en beleggers kunnen bij verkoop van hun aandelen mogelijk minder terugkrijgen dan zij hebben geïnvesteerd. Aandeelhouders kunnen niet meer dan hun inleg verliezen. De waarde van de beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. Indien de hieronder vermelde risico's zich verwezenlijken, kan dit de prijs en de waarde van de beleggingen van het Fonds beïnvloeden en kan de intrinsieke waarde van het aandeel dalen.

### Markt- en prijsrisico

Aan een belegging in aandelen van het Add Value Fund zijn dezelfde (gebruikelijke) risico's verbonden als aan een belegging in aandelen. Hieronder vallen onder andere een waardedaling van het aandeel als gevolg van waardedalingen van de beleggingen van het Fonds, die kunnen optreden als de hele markt of een categorie van beleggingen daalt. Deze dalingen kunnen worden veroorzaakt door algemeen economische ontwikkelingen, bedrijfstakgewijze ontwikkelingen, ondernemingsspecifieke factoren, (geo)politieke en fiscale ontwikkelingen en de ontwikkelingen van vraag en aanbod op de aandelenmarkten.

### Verhandelbaarheid

De beleggingen in small- en midcap ondernemingen kennen (soms) een beperkte verhandelbaarheid, waardoor de beleggingen mogelijk niet in korte tijd op een verantwoorde manier zijn af te bouwen of alleen tegen lagere koersen kunnen worden verkocht.

### Concentratierisico

Het Add Value Fund belegt in een beperkt aantal Nederlandse small- en midcap ondernemingen waarin in beginsel een relatief groot belang kan worden genomen. Meerdere ondernemingen in portefeuille kunnen voorts in dezelfde sector actief zijn. Hierdoor zullen gebeurtenissen die van invloed zijn op deze ondernemingen, de waarde van de portefeuille van het Fonds meer beïnvloeden dan wanneer de portefeuille minder geconcentreerd zou zijn samengesteld. Dit leidt tot een hoger risicoprofiel van het Add Value Fund.

### **Risico van afwijkende performance ten opzichte van index**

Het Fonds wijkt door de gekozen beleggingsstrategie in haar portefeuille significant af van de samenstelling van de gepubliceerde small- en midcapindices. Hierdoor ontstaan specifieke risico's die tot uitdrukking kunnen komen in aanzienlijke verschillen in performance, zowel positief als negatief.

### **Inflexibiliteitsrisico**

Het is gezien het open-end karakter van het Add Value Fund mogelijk dat zij wordt geconfronteerd met een groot aantal uittredingen, waardoor beleggingen vroegtijdig moeten worden afgebouwd tegen mogelijk ongunstige voorwaarden. Zoals in het prospectus is omschreven, kan de inkoop van aandelen onder bepaalde omstandigheden (tijdelijk) worden opgeschort.

### **Risico van beleggen met geleend geld**

Het tijdelijk aangaan van leningen voor de verwerving van beleggingen kan een hefboomwerking hebben op de ontwikkeling van de intrinsieke waarde, zowel in positieve als in negatieve zin. Indien de rentelasten hoger zijn dan de directe of indirecte baten van de gefinancierde beleggingen, is er sprake van een zogenaamde negatieve hefboom die (tijdelijk) tot een lager of negatief rendement leidt.

### **Valutarisico**

Aangezien het Fonds in ondernemingen kan beleggen die hun resultaten deels buiten de eurozone realiseren, is er sprake van een indirect valutarisico. Ook kan er sprake zijn van beleggingen die niet luiden in euro's, waardoor de onderliggende waarde door valutaschommelingen wordt beïnvloed.

### **Risico van (fiscale) wetwijzigingen**

Financiële en fiscale wet- en regelgeving kunnen veranderen, waardoor een gunstige omstandigheid op het moment van aankoop van aandelen van het Add Value Fund nadelig kan wijzigen. Dit risico is inherent aan alle wetgeving in het algemeen en elke fiscaalvriendelijke beleggingsstructuur in het bijzonder.

### **Inflatierisico**

Dit is het risico dat de koopkracht van de belegde euro kan verminderen in geval van geldontwaarding.

### **Tegenpartijrisico, afwikkelingsrisico, bewaarnemingsrisico**

Het tegenpartij- en afwikkelingsrisico heeft betrekking op het in gebreke blijven van tegenpartijen bij levering van effecten dan wel betaling van de tegenwaarde. Het bewaarnemingsrisico betreft het risico van verlies van in bewaring gegeven activa als gevolg van insolventie, nalatigheid of frauduleuze handelingen van een (onder)bewaarnemer.