

## MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2011

### Inleiding

De aandelenmarkten zetten in februari de zijwaartse beweging van januari voort. Uitstekende jaarcijfers van de meeste beursgenoteerde ondernemingen werden nog niet vertaald in hogere beurskoersen. Met name de politieke spanningen in Noord-Afrika en het Midden-Oosten die tot een forse stijging van de olieprijs leidde, temperde de beursstemming. Per saldo sloten de belangrijkste Amsterdamse marktindices licht verdeeld. De AEX-Index steeg 2,7% van 360,75 naar 369,13. De Amsterdam Midkap Index liep met 1,6% op tot 644,10, maar de Amsterdam Small Cap Index verloor 0,5% op 508,25.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 0,2% van € 31,94 naar € 31,89.

Per 1 maart 2011 is voor een bedrag van € 51,5 miljoen belegd in 18 ondernemingen. Op die datum bedroeg het fondsvermogen eveneens € 51,5 miljoen, waaruit kan worden afgeleid dat het fondsvermogen geheel is belegd.

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

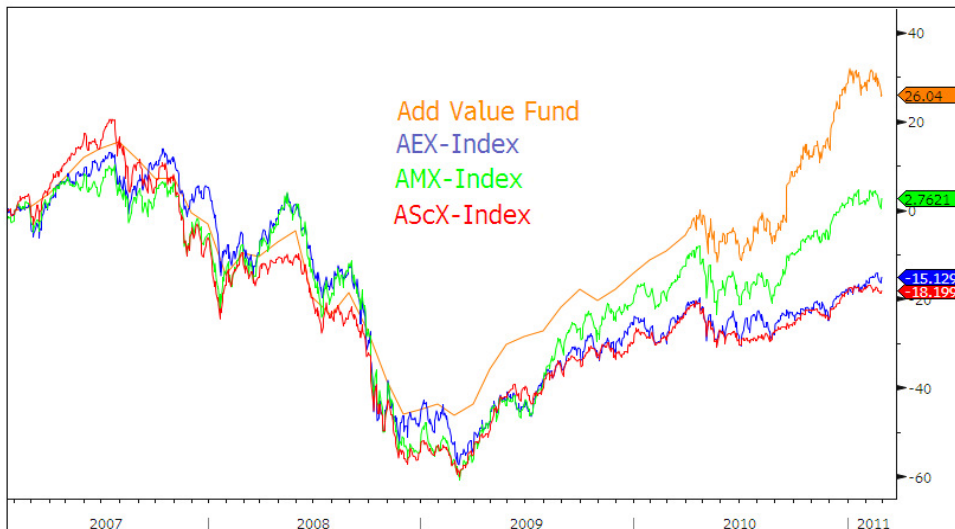
Beurskoers	€ 32,05
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 31,89
Fondsvermogen	€ 51.458.161
Aantal uitstaande aandelen	1.613.936

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
<b>Add Value Fund</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-1,54</b>	<b>+27,66</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	+4,51	-15,13
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	+0,83	+2,76
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	+0,07	-18,20

Bron: Bloomberg / Keijser Capital Asset Management

\*Peildatum: 28/02/2011



Bron: Bloomberg

Performance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Acomo	+ 88,8	+ 28,1	+ 3,3	+ 1,7
2.	Crucell	+ 76,0	+ 66,7	+ 3,1	+ 0,9
3.	ASM International	+ 70,5	+ 68,7	+ 54,4	+ 11,1
4.	TMC Group	+ 60,2	+ 51,0	+ 33,0	+ 4,7
5.	Aalberts Industries	+ 51,3	+ 38,3	+ 14,5	+ 6,9
6.	HES Beheer	+ 45,4	+ 19,1	+ 7,9	+ 0,9
7.	Neways Electronics	+ 39,4	+ 21,4	+ 23,9	+ 10,2
8.	UNIT4	+ 38,5	+ 39,4	+ 14,9	+ 1,4
9.	Koninklijke TenCate	+ 36,9	+ 31,9	+ 1,3	+ 1,3
10.	Nedap	+ 34,2	+ 33,7	+ 4,0	- 4,0
11.	Macintosh Retail Group	+ 31,2	+ 26,4	+ 32,4	+ 1,6
12.	TKH Group	+ 28,6	+ 12,0	+ 4,6	- 2,7
13.	LBI International	+ 28,2	+ 34,0	+ 27,3	+ 1,3
14.	Imtech	+ 16,6	+ 18,0	+ 0,8	- 2,5
15.	Telegraaf Media Groep	+ 2,7	+ 5,0	+ 0,7	- 6,1
16.	Hunter Douglas	+ 2,6	+ 26,4	+ 8,6	- 12,1
17.	Sligro Food Group	+ 2,5	+ 4,1	+ 5,5	- 1,0
18.	Brunel International	+ 1,8	+ 42,7	+ 16,1	- 3,1
19.	DPA Group	- 22,6	- 2,8	- 5,7	- 6,6

- 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, Crucell en ASM International;
- In de verslagmaand noteerden 11 van de 18 deelnemingen uit de portefeuille (= 58%) per saldo hoger. Met name ASM en Neways Electronics onderscheidden zich in positieve zin. Hunter Douglas vormde een dissonant, welke kan worden toegeschreven aan de geringe free float van het aandeel;
- Per saldo was in februari sprake van een zijwaartse koersbeweging met geringe omzetten ter beurse. De ondertoon van de markt blijft niettemin goed;
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een ruime voorsprong ten opzichte van de Nederlandse marktindices.

Mutaties in de portefeuille

De posities in **Brunel International**, **Hunter Douglas**, **Macintosh Retail Group**, **Neways Electronics International** en **Telegraaf Media Groep** werden uitgebreid. Gezien de uitstekende performance van **HES Beheer** werd dit belang in februari enigszins gereduceerd. Het resterende kleine belang in **Crucell** werd verkocht. Wij zijn van mening dat de bieding van Johnson & Johnson (J&J) van € 24,75 per aandeel op de korte termijn als fair kan worden bestempeld.

Bedrijfsnieuws

**UNIT4** (bedrijfssoftware) rapporteerde zeer goede cijfers over het vierde kwartaal van 2010. Er werden in deze periode veel nieuwe opdrachten ontvangen, onder andere van grote klanten in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Noord-Amerika. Ook in de Benelux, Zweden en Noorwegen was een gezond activiteitsniveau te zien. De totale omzet steeg met 20,7%, inclusief de omzet van Teta SA, het Poolse softwarebedrijf dat in juli 2010 werd overgenomen. De EBITDA steeg in het vierde kwartaal van 2010 met 11,7% tot € 30,6 miljoen, een EBITDA-marge van 24,8%. Over geheel 2010 nam de omzet met 11,1% toe tot € 421,7 miljoen (2009: € 379,4 miljoen). De licentie-omzet steeg met 23,4% naar € 72,7 miljoen (2009: € 58,8 miljoen). De EBITDA kwam uit op € 86,1 miljoen, een stijging van 14,6%

ten opzichte van 2009 (€ 75,1 miljoen). De EBITDA-marge steeg van 19,8% tot 20,4%. De nettowinst (voor goodwill) steeg met 23,5% van € 35,0 miljoen naar € 43,2 miljoen. Uit deze cijfers blijkt een versnelling van de omzetgroei en margeverbetering in het vierde kwartaal. UNIT4 verwacht in 2011 wederom een stijging van de licentie-inkomsten te kunnen realiseren. In totaal wordt op de middellange termijn een organische groei van 5 – 10% per jaar verwacht. Voor 2011 wordt voorts een strategische reorganisatie van de R&D-activiteiten uitgevoerd, met het accent op de R&D in Granada (Spanje) – kosten geschat: € 3,5 miljoen -, terwijl aanvullende investeringen in het SAAS-platform *financialforce.com* circa € 7 – 8 miljoen zullen vergen.

Al met al blijft UNIT4 goed op koers om ook de komende jaren een bovengemiddelde groei te realiseren. De waardering van circa 12 maal de verwachte winst 2011 is naar onze mening niet overdreven hoog wanneer naar de internationale peers wordt gekeken. UNIT4 is thans de grootste holding in de portefeuille.

**Imtech** (technische dienstverlening) publiceerde de finale jaarcijfers 2010 die licht achterbleven bij onze verwachting. Dit was terug te voeren tot de strenge en langdurige vorstperioden aan het begin en einde van het jaar waardoor de autonome groei van de opbrengsten uiteindelijk nihil was. Overigens waren de resultaten conform de verwachtingen en passen zij uitstekend in de oplopende reeks die sinds 1993 (de start van Imtech binnen Internatio-Müller) zichtbaar is. De groepsopbrengsten stegen vorig jaar met 4% van € 4.323 miljoen naar € 4.481 miljoen, waarbij een 10% hogere EBITA van € 259,3 miljoen (2009: € 235,9 miljoen) werd geboekt. De orderportefeuille groeide met 10% tot € 5,2 miljard, een goed uitgangspunt voor 2011. De oorspronkelijke doelstelling voor de operationele EBITDA-marge in het jaar 2012 bedroeg 6%. Deze doelstelling werd derhalve reeds vorig jaar met een marge van 6,2% overschreden. Dit ondanks de aanhoudend lastige marktomstandigheden in de Benelux, waar de performance nog altijd onder druk staat, en de uitdagende marktomstandigheden in de UK, Ierland en Spanje. In deze markten weet Imtech met een specialistische portfolio (veel onderhoudscontracten) toch goede resultaten te realiseren. In de Europese technologiemarkten van ICT en traffic (hightech mobiliteitsoplossingen) werd goede vooruitgang geboekt. In de maritieme markt viel Imtech fractioneel terug, maar werd gegeven de marktomstandigheden een goede performance geleverd.

Omdat de oorspronkelijke doelstellingen voor 2012 al deels zijn gehaald, heeft Imtech een nieuwe ambitieuze groeistrategie voor de periode 2011 – 2015 opgesteld. Doelstelling in 2015 is een opbrengstenniveau van € 8 miljard bij een operationele EBITA-marge tussen 6 en 7%. Dit impliceert een aanzienlijke toename van de operationele EBITA. Deze groei zal evenredig verdeeld zijn over autonome groei en groei door acquisities. Voor financiering van deze groei en in het kader van herfinanciering is een bankfaciliteit van € 700 miljoen afgesloten. Tevens heeft er op 24 juni 2010 een aandelenemissie ter waarde van € 183 miljoen plaatsgevonden. Naar de huidige inzichten verwacht Imtech voor 2011 een verdere toename van de EBITA door autonome groei en acquisities.

Wat dit laatste betreft kondigde Imtech eind februari de overname van de Engelse technologische onderhoudsspecialist Inviron aan. Inviron is een van de weinige volledig in technisch onderhoud en beheer gespecialiseerde ondernemingen in de UK en vormt een perfecte 'match' met de bestaande activiteiten van Imtech in de UK. Op jaarbasis realiseert Inviron met 1.100 vaste medewerkers opbrengsten ter waarde van ruim € 140 miljoen. Hierdoor wordt de Britse omzet met circa 50% vergroot. De overname wordt in contanten betaald en zal naar verwachting direct bijdragen aan de winst per aandeel van Imtech.

Wij taxeren voor 2011 een winst per aandeel van € 2,35 (2010: € 2,00), waarmee de aandelen Imtech thans tegen de huidige koers van € 25,50 op een multiple van minder dan 11 worden verhandeld. Imtech bekleedt de tweede positie in de portefeuille.

Na een stevige terugval in 2009 lieten opbrengsten en resultaat van **Nedap** (Nederlandsche Apparatenfabriek) over 2010 een krachtig herstel zien. De opbrengsten stegen met 16% van € 115,2 miljoen naar € 133,6 miljoen en de winst steeg van € 1,1 miljoen naar € 8,8 miljoen. De winst per aandeel is uitgekomen op € 1,30 tegenover € 0,16 over 2009. Als gevolg van de toegenomen activiteiten daalde de solvabiliteit van 44% naar 40%. Omdat Nedap streeft naar een solvabiliteit van ongeveer 45% wordt van de winst 75% aan dividend uitgekeerd, tegenover 90% in voorgaande jaren. Het contant dividend per aandeel komt hierdoor uit op € 0,98 per aandeel (2009: € 0,14).

Ondanks het nog aarzelend economisch herstel ziet Nedap goede groeikansen in diverse sectoren. De structurele besparingen door het anders inrichten van de productieactiviteiten in 2009 zijn daarom in 2010 weer volledig geherinvesteerd in product vernieuwing en versterking van de commerciële organisatie. Gedurende 2010 zijn voor beide doeleinden per saldo 51 nieuwe medewerkers aangenomen.

De beslissing om het hoge investeringsniveau te continueren heeft tot duidelijke resultaten geleid. Zo realiseerden de marktgroepen Healthcare, Library Solutions, Retail en Security Management hogere opbrengsten dan ooit tevoren. De marktgroep Agri heeft ondanks de relatief lage investeringsbereidheid in de agrarische sector toch een groei van de opbrengsten weten te realiseren. De marktgroepen Power Supplies en Specials hebben – geheel volgens plan en in goed overleg met hun afnemers – hun toeleveringsactiviteiten verder verminderd. Enkele jaren geleden bedroegen deze toeleveringen aan onder meer de sectoren telecom en apparatenbouw nog ongeveer 20% van de totale opbrengsten van Nedap. Over 2010 waren deze al teruggebracht naar 11% en dit percentage zal de komende jaren verder dalen. Mede met haar nieuwe, eigen producten onder de eigen Nedap-naam, heeft de marktgroep Power Supplies groei weten te realiseren. De overige vier marktgroepen consolideerden hun opbrengsten of zagen deze licht dalen. Hogere uitgaven voor productontwikkeling, marktwerking en voor het stroomlijnen van productie- en logistieke processen betekenden aan de andere kant dat de doelstelling om een bedrijfswinst van minimaal 10% van de opbrengsten te behalen in 2010 niet werd gerealiseerd. Dit percentage bleef vorig jaar steken op 8%. Met de belastingdienst werd een vaststellingsovereenkomst over toepassing van de innovatiebox getekend. De innovatiebox biedt ondernemingen de mogelijkheid van een gereduceerd belastingtarief voor opbrengsten uit innovaties. De belastingdruk over 2010 is mede hierdoor uitgekomen op 17%. De winst na belastingen, uitgedrukt in een percentage van de omzet, bedroeg 6,6% (2009: 1,0%).

Ook in 2011 zullen de uitgaven voor marktwerking en R&D op hetzelfde (hoge) niveau blijven als in voorgaande jaren. Het management verwacht op basis van de huidige marktpositie in de verschillende markten het lopende jaar een verdere groei van opbrengsten en resultaat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden.

Wij taxeren voor 2011 vooralsnog een winst per aandeel van € 1,85, een stijging van 35% ten opzichte van het resultaat over 2010. Bij een onveranderde pay out van 75% zou het contante dividend alsdan uitkomen op € 1,39. Tegen de huidige beurskoers van € 24,- resulteert dit in een dividendrendement van ruim 5,8%. Wanneer de belangrijke marktgroepen van Nedap (Security Management, Retail en Agri) in de loop van het jaar hun commerciële successen weten uit te breiden, dan is een benadering van de recordresultaten van 2007/08 van ruim € 2,00 per aandeel niet uit te sluiten.

Vandaar dat Nedap, als echte waardebelegging, momenteel de zesde positie in de portefeuille inneemt.

**LBI International** (digitale marketing agency) publiceerde tevredenstellende cijfers over het vierde kwartaal van 2010. De omzet vertoonde in deze periode een toename van 16% tot € 45,5 miljoen (2009 Q4: € 39,4 miljoen), terwijl de organische EBITDA met 23% steeg tot € 7,5 miljoen. Voor geheel 2010 werd een omzetgroei van 11,2% van € 157,9 miljoen tot € 175,6 miljoen gerapporteerd en een organische EBITDA van € 28,2 miljoen (2009: € 25,2 miljoen), een stijging van 11,9%. Ook hier is derhalve sprake van enige versnelling van de groei. De succesvolle integratie van search engine bigmouthmedia, overgenomen in juli 2010, was hier mede debet aan. Daarnaast wist LBI twee belangrijke global accounts (Coca Cola en SABMiller) binnen te halen. Het belang van deze global accounts als percentage van de groepsopbrengsten neemt nog steeds behoorlijk toe. In dit segment is de komende jaren ook de sterkste groei te verwachten. Deze wereldwijd actieve brand names zijn in toenemende mate op zoek naar digitale leveranciers die tegen kritische prijsstellingen een scherpe totaalaanbieding op wereldschaal kunnen doen. LBI behoort met AKQA, Digitas en Razorfish tot het selecte groepje dat op de shortlist van deze grote multinationals prijkt. Momenteel behoren Johnson & Johnson en Bristol Meyers tot de grootste individuele global accounts van LBI. Naar verwachting zal het percentage van de groepsopbrengsten dat deze groep klanten genereert, de komende jaren fors kunnen gaan toenemen. Dit gaat overigens ten koste van meer commodity-achtige diensten, waar LBI opdrachtgevers nu al te kennen geeft, deze in de toekomst niet langer te gaan uitvoeren.

Het lopende jaar staat in het teken van het afronden van de uitrol van het nieuwe ERP-systeem, alsmede van de verdere penetratie van het Digitale Dashboard bij key clients. Momenteel nemen ruim 50 klanten deze laatste service af, waarmee op jaarbasis een interessante wederkerende omzet wordt gegenereerd.

Voor 2011 taxeren wij een groepsomzet van circa € 195 miljoen (+ 11%) en een EBITDA van € 34 miljoen (+ 21%). De winst per aandeel zal naar verwachting kunnen stijgen tot € 0,14 (2010: € 0,11). De huidige beurskoers van € 1,83 waardeert LBi International daarmee op 13 maal de getaxeerde winst voor het lopende jaar. Gezien de excellente mogelijkheden voor een voortzetting van de sterke groei in de komende jaren is deze waardering als bescheiden aan te merken. Indien LBi in de loop van 2011 bewijst het groeitempo te kunnen vasthouden, dan is onzes inziens een geleidelijke herwaardering een kwestie van tijd.

LBi International is, gezien het grote opwaartse koerspotentieel, de nummer zeven in de portefeuille.

**HES Beheer** (haven- en opslagdiensten) verwacht dat het netto resultaat over 2010 op € 21,9 miljoen zal uitkomen, hetgeen 30,7% hoger is dan het resultaat over 2009 van € 16,7 miljoen. Exclusief bijzondere baten en lasten betekende dit behalve een nieuw record tevens de tiende achtereenvolgende stijging op rij. Deze aanzienlijke verbetering was te danken aan 18% meer aangevoerde tonnen, uitbreiding van het opslagterrein en een betere bezetting van de ruime opslagfaciliteiten. Vooral de aanvoer van ijzererts nam fors toe dankzij het herstel in de staalindustrie. Alle Nederlandse deelnemingen leverden een hogere, positieve bijdrage, terwijl het Engelse dochterbedrijf haar goede resultaat van 2009 wist te evenaren. Op 16 maart a.s. maakt HES Beheer de definitieve jaarcijfers over 2010 met toelichting bekend. Het nu gerapporteerde winstcijfer ligt fors hoger dan de prognose van de onderneming bij publicatie van de derde kwartaalcijfers toen een resultaatstijging van 'tenminste 20%' in het vooruitzicht werd gesteld. Het resultaat over 2010 is ook hoger dan onze taxatie zoals neergelegd in de Investment Case van HES Beheer van december 2010 (zie [www.addvaluefund.nl/investmentcase.php](http://www.addvaluefund.nl/investmentcase.php)). In onze forecast gingen wij uit van een nulgroei in het vierde kwartaal, maar deze verwachting was duidelijk te conservatief.

Wanneer wij voor 2011 een voorzichtige winsttoename (low single digit groei) aannemen, komt een netto winst van € 22,6 miljoen binnen bereik, corresponderend met € 2,59 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 35,- wordt alsdan 13,5 maal de verwachte winst 2011 voor HES Beheer betaald. In het volgende maandbericht zullen wij deze taxatie met de dan beschikbare extra informatie, nader preciseren.

**Aalberts Industries** (industriële toelieferingen en flow control) presteerde wederom uitstekend in de tweede helft van 2010 met een EBITA van € 99 miljoen (+64% ten opzichte van 2009 H2) en een winst per aandeel van € 0,62 die een kleine 10% boven de marktconsensus bleek te liggen. Daarenboven zijn de vooruitzichten voor een bovengemiddelde winsttoename in 2011 ook goed te noemen. Dit impliceert dat een stijging van de winst per aandeel van meer dan 15% moet worden gerealiseerd. De onderbouwing voor deze krachtige groei ligt op drie punten: de aanwezige leverage in het business model van Industrial Services waar met name de leveringen aan de halfgeleiderindustrie (ASML) en de Duitse industrie op recordniveau liggen, de bijdrage van het vorig jaar overgenomen Conbraco (flow control) voor een volledig jaar inclusief inverdieneffecten uit hoofde van synergie met de Aalberts-bedrijven en tenslotte de voortgaande positieve uitwerking van cross selling initiatieven door de gehele organisatie. Bovendien is het nagenoeg zeker dat Aalberts, gezien haar sterke financiële structuur, dit jaar een of meer acquisities zal doen die het groeitempo kunnen versterken. Met name in de Verenigde Staten zoekt de groep schaalvergroting.

Wij taxeren een winst per aandeel 2011 van € 1,30 (2009: € 1,10), een stijging van ruim 18%. Op basis van de huidige beurskoers van € 15,40 wordt 11,8 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald. De huidige beurskoers ligt overigens nog zo'n 30% onder de topkoers van € 21,95 van mei 2007.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
UNIT4	11,5%
Imtech	8,9%*
Hunter Douglas	8,6%
ASM International	8,6%*
Brunel International	8,3%
Nedap	7,9%
LBi International	7,6%
Koninklijke TenCate	6,7%
Neways Electronics International	6,3%
Amsterdam Commodities	4,7%
Overige 8 ondernemingen	20,9%
Liquiditeiten en overige	0,0%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

\*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

De aandelenmarkt zit gevangen in een zijwaartse beweging. De onzekere politieke situatie in Noord-Afrika en het Midden-Oosten, die leidt tot scherp stijgende olieprijsen, zet een domper op het optimisme dat uit de meeste berichten van de ondernemingen in onze portefeuille naar voren komt. Zolang in deze situatie geen klaarheid komt, gaan wij uit van een voortzetting van dit marktbeeld.

De komende acht weken staan in het teken van de jaarvergaderingen van de meeste ondernemingen uit de portefeuille. Vanzelfsprekend houden wij u op de hoogte van belangwekkende ontwikkelingen op de verschillende podia.

**In tegenstelling tot de berichtgeving in ons vorige maandbericht zal de Algemene Vergadering van Aandeelhouders Add Value Fund N.V. plaatsvinden op dinsdag 19 april a.s. te Amsterdam.**

**Locatie: Beursplein 5, aanvang 15.00 uur.**

Wij zullen tijdig de bescheiden van deze vergadering op onze website beschikbaar stellen en deze op verzoek kosteloos toezenden.

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, 9 maart 2011

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen