

## MAANDBERICHT OVER JUNI 2010

### Inleiding

De markt eindigde voor de tweede achtereenvolgende maand lager onder invloed van een toenemende onzekerheid met betrekking tot de houdbaarheid van het economische herstel in de wereld. De aanhoudende druk op de Euro verhoogde de onzekerheid bij beleggers. De volatiliteit van de markt bleef op een hoog niveau van 25 tot 30. De AEX-Index sloot juni af met een verlies van 1,2% op 316,81. De Amsterdam Midkap Index en de Amsterdam Small Cap Index verloren respectievelijk 1,8% en 2,8%. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 2,8% van € 23,30 naar € 22,65. Over het eerste halfjaar van 2010 bedroeg de waardeinstijging van het Add Value Fund 5,7%. Dit resultaat (inclusief herbeleggen van dividenden en na kosten) was beter dan dat van de Nederlandse marktindices van respectievelijk AEX (-4%), Amsterdam Midkap Index (+2%) en Amsterdam SmallCap Index (+1%). Per 30 juni is voor een bedrag van € 37,3 miljoen belegd in 18 ondernemingen. De omvang van het beheerd vermogen bedraagt per 1 juli 2010 € 38,4 miljoen, waaruit volgt dat 2,9% van de portefeuille uit liquide middelen bestaat.

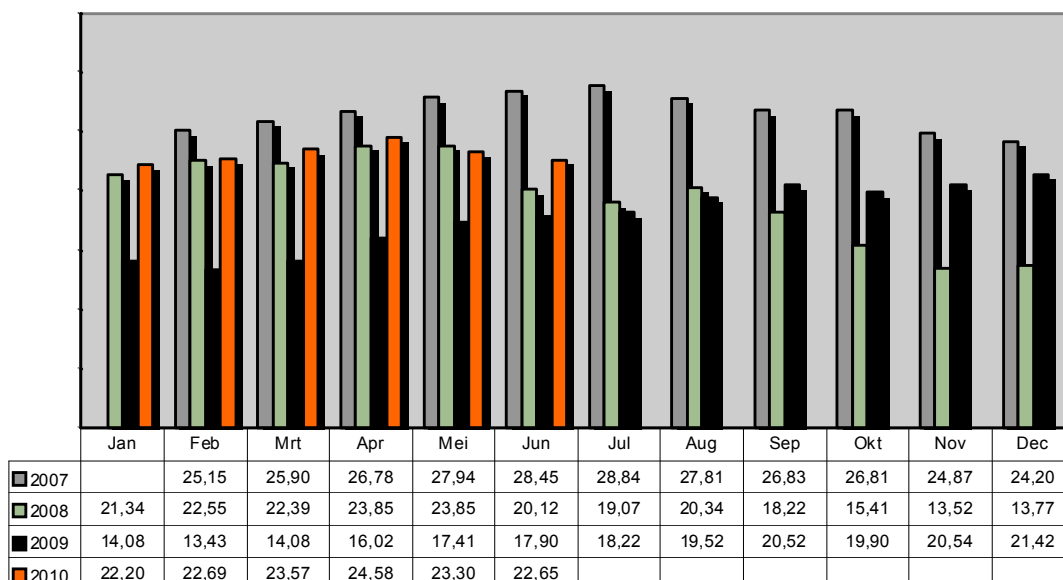
De beurskoers, intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 juli 2010 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 22,65
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 22,65
Fondsvermogen	€ 38.382.054
Aantal uitstaande aandelen	1.694.232

De gerealiseerde rendementen (procentueel) op basis van de intrinsieke waarde en na kosten vanaf de start van het fonds zijn in het volgende overzicht weergegeven:

Jaar	Jan.	Febr.	Mrt.	Apr.	Mei	Juni	Juli	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jaar	Cum.
2007	-	+0,6	+2,9	+3,4	+4,3	+1,8	+1,4	-3,6	-3,5	0,0	-7,2	-2,7	-3,20	-3,20
2008	-11,8	+5,7	-0,7	+3,5	+2,9	-15,6	-5,3	+6,7	-10,4	-15,5	-12,3	+1,9	-43,10	-44,92
2009	+2,2	-4,6	+4,8	+13,8	+8,7	+2,8	+1,8	+7,1	+5,1	-3,0	+3,2	+4,3	+55,55	-14,32
2010	+3,7	+2,2	+3,9	+4,3	-5,2	-2,8							+5,74	-9,40

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



### Mutaties in de portefeuille

Gebruik makend van koerszwakte werd in juni een beperkt aantal aankopen gedaan. De posities in **Hunter Douglas**, **LBI International**, **Nedap** en **Qmulus** werden in bescheiden mate uitgebreid. De optiepositie in **Imtech** werd met een ruime winst doorgerold naar december 2010. Deze positie is het equivalent van ruim 12% van het bestaande aandelenbelang in Imtech.

### Bedrijfsnieuws

Technisch dienstverlener **Imtech** neemt de Zweedse elektrotechnische specialist NEA Gruppen AB over voor circa € 102 miljoen. NEA realiseert met bijna 2.200 medewerkers naar verwachting een jaarmzet in 2010 van circa € 260 miljoen en is op basis hiervan de op één na grootste speler op de markt van elektrotechnische dienstverlening in Zweden. Met de overname verstevigt Imtech haar Top-3 positie in Nordic (Zweden, Noorwegen en Finland) aanzienlijk. Belangrijker is echter de strategische 'fit' van NEA met NVS, de in 2008 door Imtech overgenomen werktuigbouwkundige specialist in Nordic. Bundeling van beide bedrijven maakt het voor Imtech mogelijk technische totaaloplossingen aan te bieden, analoog aan het uiterst succesvolle Duitse model. Dit leidt, volgens Imtech, tot een aanzienlijk groeipotentieel. Met in totaal ruim 4.500 medewerkers en pro forma verwachte opbrengsten in 2010 van circa € 560 miljoen, is Nordic na de acquisitie goed voor ruim 12% van de groepsomzet. De EBITA-marge van Nordic zal naar schatting 6 tot 6,5% bedragen. Ter vergelijking: in Duitsland realiseerde Imtech in 2009 een EBITA-marge van 7,3% (2008: 5,7%) op een omzet van € 1.103 miljoen. Naar onze verwachting zal de Duitse EBITA-marge in 2010 nog iets boven het recordniveau van 2009 uitkomen vanwege het unieke karakter van Imtech's dienstverlening op het snijvlak van werktuigbouwkunde, elektrotechniek en ICT, dat hoge operationele marges toestaat. Omdat ook de gemiddelde ordergrootte de laatste twaalf maanden fors toeneemt, de orderingang van Imtech stond eind mei circa 40% hoger dan over dezelfde periode van 2009, zal naar onze verwachting de jaarwinst van Imtech de gemiddelde analistenprognose ruim gaan overtreffen. De consensustaxatie van de winst per aandeel 2010 gaat momenteel uit van een marginale stijging naar € 1,93 (2009: € 1,92), terwijl voor 2011 wordt uitgegaan van € 2,12 (+9,8%). Wij gaan voor het lopende jaar uit van een winst per aandeel van minimaal € 2,20 (+14,5%), hetgeen overigens een lichte daling van de groei van de winst per aandeel zou impliceren – 2009 vs 2008: +17%. Deze hogere winst per aandeel zal worden gerealiseerd ondanks de vergroting van het aantal uitstaande aandelen. Bij gelegenheid van de acquisitie van NEA wist Imtech door middel van een onderhandse emissie ruim 8,3 miljoen nieuwe aandelen te plaatsen tegen een uitgiftekoers van € 22,25 per aandeel, opbrengst: € 185,2 miljoen. De opbrengst van deze emissie zal gedeeltelijk worden gebruikt ter financiering van de voorgenomen acquisitie. Het restant van de opbrengst is bedoeld voor aanvullende overnames en financiering van de autonome groei. De onderhandse plaatsing van 9,9% nieuwe aandelen vond plaats in een flauwe marktstemming. Inmiddels noteert het aandeel Imtech tegen een beurskoers van € 21,70, ofwel 2,5% onder de recente uitgiftekoers. Wij menen dat het aandeel bij deze waardering significant wordt ondergewaardeerd. Dit is deels het gevolg van het huidige zwakke beursklimaat en deels te wijten aan de te conservatieve schattingen van analisten. De gemiddelde koersdoelen van brokers/banken voor Imtech staan niettemin gemiddeld op € 28,-, zodat een opwaarts koerspotentieel van 29% als realistisch wordt beschouwd.

Biofarmabedrijf **Crucell** kondigde de eerste van drie nieuw te ontwikkelen vaccins aan binnen de samenwerking met Johnson & Johnson (J&J) die in september 2009 werd afgesloten. Behalve de ontwikkeling van anti-lichamen tegen griep zal Crucell binnenkort starten met een onderzoeksprogramma voor de ontwikkeling van een vaccin tegen het respiratory syncytial virus (RSV-virus). RSV veroorzaakt een ademhalingsinfectie. Er is nog geen vaccin tegen beschikbaar. Jaarlijks worden alleen al in Nederland zo'n 2.500 baby's met ziekteverschijnselen in het ziekenhuis opgenomen. Voor peuters is RSV verantwoordelijk voor 10% van de ziekenhuisopnames en staat het virus aan de basis van longontsteking en bronchitis. Volgens Crucell CEO Ronald Brus zal het RSV-vaccin in de toekomst een nieuw vast onderdeel gaan worden van de wereldwijde vaccinaties van jonge kinderen. De wereldwijde doelgroep wordt geschat op maar liefst 150 miljoen mensen. Het aandeel Crucell was in de eerste helft van 2010 een outperformer met een koersstijging van 7,8% van € 13,90 naar € 14,99.

De beurskoers van raambekledingsproducent (o.a. Luxaflex) **Hunter Douglas** noteert sinds medio juni ex € 8,- dividend per aandeel, waarvan € 7,- het karakter van (eenmalig) superdividend had. Gecorrigeerd voor deze uitkering noteerde het aandeel in juni per saldo 6,2% hoger, namelijk op € 29,99 tegen € 28,23, en was na Amsterdam Commodities het best presterende fonds gedurende de verslagmaand. Het extra dividend van Hunter Douglas leidde tot een toename van de liquide middelen van het Add Value Fund (AVF) van € 920.000,- bruto, die in maart volgend jaar als contant dividend (onder aftrek van kosten) zal worden uitgekeerd aan aandeelhouders Add Value Fund. Op basis van het thans uitgegeven aantal aandelen AVF komt het Hunter Douglas dividend overeen met een dividendrendement van circa 2%. Wij zijn daarnaast optimistisch gestemd ten aanzien van de perspectieven voor de winstontwikkeling van Hunter Douglas in de komende periode. Voor 2010 taxeren wij een winst per aandeel van € 3,50 en voor 2011 van € 4,25. Deze winsten zijn onzes inziens realiseerbaar ondanks de tegenvallende consumentenbestedingen in de Verenigde Staten en Europa, maar worden niettemin haalbaar geacht omdat de kostenbasis van HD in 2008 en 2009 zeer substantieel is verlaagd. Daarnaast realiseert de groep een sterke groei van de omzet en resultaten in het Verre Oosten en Zuid-Amerika en wordt er in de vertaalslag van dollars naar euro's eveneens compensatie gevonden. Tegen de huidige beurskoers van € 30,50 wordt het aandeel HD naar onze mening zwaar ondergewaardeerd op 8,7 maal het getaxeerde jaarresultaat bij een verwacht genormaliseerd dividendrendement van 5,7%.

**UNIT4** (bedrijfssoftware) maakte bekend meer dan 90% van de aandelen Teta, de Poolse overname waarvan wij in het vorige maandbericht melding maakte, in handen te hebben. Teta is net als UNIT4 gespecialiseerd in ERP-software en software voor personeelsbeheer. Over 2009 boekte Teta een omzet van bijna € 25 miljoen. UNIT4 was vorig jaar goed voor een omzet van € 379 miljoen. De aanvankelijke bieding van Zloty 11,75 per aandeel moest door UNIT4 echter aanzienlijk worden verhoogd, omdat de Engelse concurrent Sage op 23 juni een officieel bod van Zloty 12,75 per aandeel (+8,5%) uitbracht. Een week later verhoogde UNIT4 op haar beurt de bieding tot Zloty 14,- per aandeel (+19% ten opzichte van het oorspronkelijke bod), waarna Sage afzag van een verdere verhoging. Hiermee werd Teta gewaardeerd op Zloty 165,6 miljoen, ofwel € 40 miljoen. Voor UNIT4 betekent de acquisitie een springplank naar verdere expansie in Oost-Europa. Teta is in Polen marktleider met software voor personeelsbeheer. Het bedrijf heeft ook activiteiten in Hongarije. UNIT4 heeft al kantoren in Hongarije en Tsjechië, maar daar werken slechts 15 mensen. Uit een recente bedrijfspresentatie van Teta op internet blijkt dat de onderneming ambities heeft om haar producten te gaan afzetten in Roemenië en Oekraïne. Eind april plaatste UNIT4 onderhands aandelen voor een bedrag van € 51 miljoen, waardoor het aantal uitstaande aandelen met 9,9% werd vergroot. Volgens CEO Chris Ouwinga zijn op korte termijn geen additionele overnames in Oost-Europa te verwachten; de integratie van Teta in de UNIT4-organisatie geniet prioriteit. Daarentegen wordt wel actief gezocht om de posities in Duitsland, Azië en Zuid-Amerika te versterken. Daarvoor zijn voldoende middelen beschikbaar, al zullen het geen grote acquisities betreffen. Voor 2010 gaan wij uit van een winst per aandeel van circa € 1,65, waarmee de aandelen UNIT4 tegen de huidige beurskoers momenteel op circa 10 maal de verwachte winst worden gewaardeerd.

**Ten Cate** dochter Xennia (79%-deelneming) heeft een overeenkomst aangekondigd met Tecno Italia voor de levering van digitale inkjetprintoplossingen voor de Europese keramische industrie. Deze nieuwe OEM-overeenkomst is voor Xennia van belang omdat deze zal leiden tot toename van de verkoop van modules en inkten in een markt die gereed is voor digitale oplossingen. Tecno Italia, toonaangevend leverancier van printsystemen voor de keramische industrie, zal de technologie van Xennia voor digitale inkjetmodules implementeren in de keramische markt, die momenteel gebruik maakt van traditionele zeefdruk. De technologie zorgt voor belangrijk lagere productiekosten, een hogere productiviteit en een verbeterde kwaliteit bij eindgebruikers. Xennia maakte tevens bekend dat in samenwerking met het Italiaanse Reggiani Macchine S.p.A, wereldwijd leidend in de ontwikkeling en productie van vlakdruk- en rotatiedrukmachines voor textiel, het demonstratiemodel van een revolutionair diagonaal, multi-pass digitaal textielprintstelsel gereed is gekomen. Met dit systeem kunnen in een industriële productieomgeving op een ongekend hoge snelheid en met grote kwaliteit betrouwbare afdrucken worden aangebracht op textiele substraten. Het bereiken van deze mijlpaal is van belang voor Ten Cate in de ontwikkeling van inkjettechnologie voor textiele toepassingen in een industriële productieomgeving. Bij de volgende stap zal de focus liggen op de verdere ontwikkeling voor introductie van inkjettechnologie ten behoeve van coating- en finishingprocessen. Met het beschikbaar komen van deze nieuwe

toepassingen komt Ten Cate naar eigen zeggen qua concurrentiekracht op gelijk niveau met *low cost producers* uit het Verre Oosten. Voornoemde ontwikkeling mag nauwelijks van invloed zijn op de korte termijn ontwikkeling van Ten Cate, zij zal vanaf 2012 een substantiële opwaartse kracht gaan vormen voor omzet- en winstgroei. Tegen deze achtergrond handhaven wij het belang in Ten Cate in de Top-10 van de portefeuille. Op basis van de consensus-taxaties wordt voor 2010 een winst per aandeel van € 1,60 (2009: € 0,78) en voor 2011 van € 1,96 verwacht. Daarmee is sprake van een bescheiden waardering van het aandeel bij de huidige beurskoers van € 17,90. Op basis van een verwacht dividend van € 0,60 per aandeel (onveranderd ten opzichte van 2009) bedraagt het dividendrendement thans 3,4%.

Vanaf vrijdag 23 juli a.s. zal er op NYSE Euronext Amsterdam kunnen worden gehandeld in de “nieuwe” aandelen van digitaal marketing en technologiebedrijf **LBi International**. De “oude” notering wordt per 15 juli a.s. beëindigd en houdt onder meer in dat de separate notering (“dual listing”) in Stockholm komt te vervallen. Het nieuwe LBi bestaat uit de oude entiteit en het overgenomen bedrijf Bigmouthmedia (BMM) dat zich bezighoudt met keyword advertising, search engine optimisation, online media planning, affiliate marketing en social media marketing. Daarnaast brengen de aandeelhouders BMM een contant bedrag van € 40 miljoen in ter versterking van de oorlogskas van LBi “new”. Tenslotte krijgen “oude” LBi aandeelhouders het preferente recht om voor een bedrag van € 10 miljoen in te schrijven op een gegarandeerde aandelenemissie tegen een uitgiftekoers van € 1,- per aandeel. Met het totaalbedrag van € 50 miljoen wil LBi “new” de marktposities in Noord-Amerika en Azië versterken. De geformuleerde corporate strategie is erop gericht om van LBi International het toonaangevende full service digitale marketing en technologiebedrijf wereldwijd te maken. Momenteel is LBi al de grootste speler op dit gebied in Europa en het streven is erop gericht om binnen afzienbare termijn ook elders de toppositie te gaan innemen in een tijd die wordt gekenmerkt door een wereldwijde consolidatie. Wij zijn enthousiast over de binnenkort te bereiken krachtenbundeling. De combinatie heeft een groot aantal *global accounts* en kan door de nodige synergievoordelen, alsmede de doorzettende verschuiving van offline naar online marketing de komende jaren een aantrekkelijk track record realiseren. Wij taxeren voor het lopende jaar een winst per aandeel van € 0,15 en voorzien voor 2011 een verdere stijging tot € 0,20. Het aandeel noteert thans rond € 1,30, een veel te bescheiden waardering voor de aantrekkelijke winstcapaciteit van de nieuwe combinatie.

Industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** versterkt de marktpositie in Flow Control in de Verenigde Staten door de overname van Conbraco Industries, North & South Carolina. Conbraco is in de Verenigde Staten een toonaangevende producent van een complete portfolio bronzen, messing, stalen en roestvaststalen afsluiters en een assortiment keerkleppen die voornamelijk worden verkocht in de commerciële, industriële en consumentenmarkt onder de sterke merknaam “APOLLO” Valves. Naar verwachting zal de overname, die uit kredietfaciliteiten wordt gefinancierd, medio deze maand worden afgerond. De resultaten van Conbraco Industries zullen direct bijdragen aan de winst per aandeel van Aalberts Industries. De overname voegt circa 11% toe aan de groepsomzet en betekent een aanzienlijke versterking van Aalberts’ positie in de Amerikaanse Flow Control markt. Daarnaast is er een groot potentieel van cross-selling mogelijkheden vanuit de Conbraco-portfolio naar de Aalberts-portfolio en vice versa. Tenslotte is het opvallend dat Aalberts deze overname niet (mede) heeft gefinancierd door middel van uitgifte van nieuwe aandelen. Dit duidt naar onze mening op een goede voortzetting van de cashgeneratie binnen het concern in het lopende boekjaar. Wij taxeren een winst per aandeel van ongeveer € 1,00 in 2010 (2009: € 0,51) en van € 1,20 in 2011. De aandelen noteren momenteel circa € 11,-, zodat allerminst sprake is van een overdreven hoge waardering.

Vastgoed- en financieel bemiddelaar **Qmulus** (voorheen: Direct Wonen) heeft kenbaar gemaakt haar notering op de Engelse Alternative Investment Market (AIM) te willen beëindigen. Omdat oprichters/groootaandeelhouders Yvonne Swaans en Richard Westerhuis ruim 80% van de aandelen bezitten via hun investeringsmaatschappij Weswa, lijkt dit voornemen per 23 juli a.s. tot een voldongen feit te leiden. De beurskoers van Qmulus viel in juli na bekendmaking van de voorgenomen delisting met circa 37% terug van 24p naar 15p. De zichtbare intrinsieke waarde per aandeel Qmulus bedroeg eind 2009 overigens circa 40p, ofwel € 0,48 per aandeel. Er wordt slechts sporadisch gehandeld in aandelen Qmulus. Anderzijds lijken de activiteiten van Qmulus zich in 2010 uitstekend te ontwikkelen. In onze berekeningen zou Qmulus in 2011 de recordresultaten van 2007 - € 0,12 winst per aandeel – moeten kunnen benaderen. Wij beraden ons momenteel op de ontstane situatie.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juli 2010 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Imtech	11,3%*
Crucell	10,7%*
Hunter Douglas	9,0%
UNIT4	9,0%
Brunel International	7,6%
Acomo	6,8%
BinckBank	6,5%
Koninklijke TenCate	6,1%
Neways Electronics International	5,6%
LBi International	5,5%
Overige 8 ondernemingen	19,0%
Liquiditeiten en overige	2,9%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

\*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

Wij bevinden ons momenteel middenin de zomerperiode die wordt gekenmerkt door een gebrek aan bedrijfsnieuws en een sentiment op de financiële markten dat op z'n best als aarzelend kan worden getypeerd. In termen van de AEX-Index bevindt de markt zich al enige tijd in een nauwe trading range van 300 tot 340. Voor de komende periode houden wij rekening met een voortzetting van het zijwaartse koerspatroon.

Wij zijn tevreden met de samenstelling van de portefeuille. Wij hebben de indruk dat het overgrote deel van de ondernemingen die wij hebben geselecteerd beter presteert dan de gemiddelde analistentaxaties ons willen doen geloven. De effecten van vorig jaar doorgevoerde organisatie-aanpassingen en bijkomende kostenvoordelen, zullen met name in de tweede helft van dit jaar zichtbaar gaan worden. Voorts is duidelijk dat de gevoerde overnamebesprekingen steeds frequenter tot resultaat leiden. Dit geeft met name voor de omzet- en resultaatprognoses van 2011 en verdere jaren een verbeterd perspectief.

Wij vertrouwen erop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd en zijn desgewenst gaarne bereid tot het geven van een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
Karel Vogel  
Willem Burgers  
Willem Meurer

Amsterdam, 12 juli 2010

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