

MAANDBERICHT OVER JUNI 2011

Inleiding

De aandelenmarkten zetten in juni de neergaande trend van mei versterkt door. Slechts een technisch herstel in de laatste week zorgde ervoor dat de verliezen binnen de perken bleven. De perikelen rond de schuldencrisis in Griekenland beheerste het markt sentiment. De AEX-Index verloor 2,8% op 339,65, terwijl de Amsterdam Midkap Index 4,6% inleverde op 607,45. De Amsterdam Smallcap Index daalde 5,2% naar 510,19.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 3,3% van € 32,51 naar € 31,44. Over de eerste zes maanden van 2011 bedraagt het netto beleggingsresultaat van het Fonds -0,5%.

Per 1 juli 2011 is voor een bedrag van € 50,9 miljoen belegd in 17 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 50,6 miljoen, zodat er een debetpositie was van 0,6% van het fondsvermogen.

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

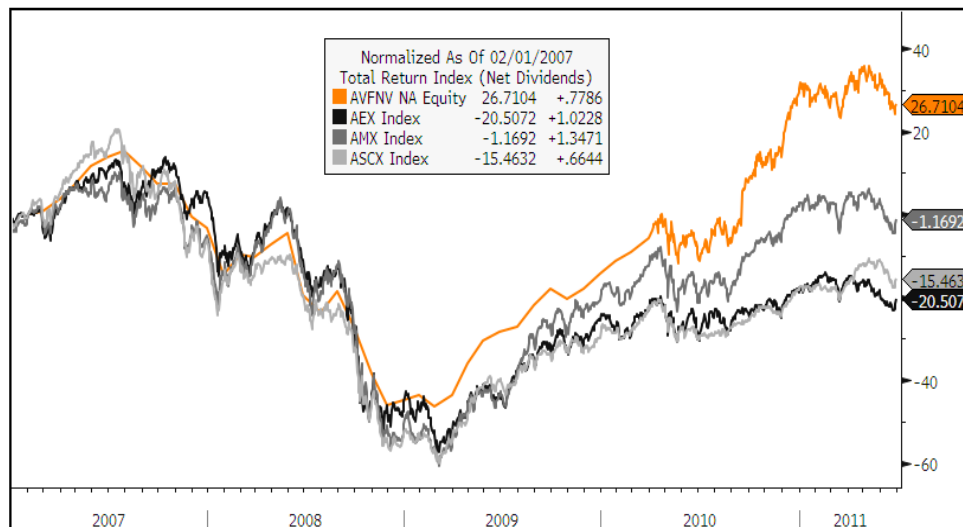
Beurskoers	€ 31,59
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 31,44
Fondsvermogen	€ 50.662.524
Aantal uitstaande aandelen	1.611.244

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

	2007	2008	2009	2010	2011*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-0,46	+28,96
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-2,09	-20,51
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-3,04	-1,17
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	+3,39	-15,46

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/06/2011



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/06/2011)

Peildatum: 30/06/2011

Performance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TMC Group	+78,5	+25,9	+1,0	-2,4
2.	ASM International	+68,0	+2,7	-1,8	-6,8
3.	Koninklijke TenCate	+55,3	-0,3	-3,5	-3,0
4.	Aalberts Industries	+50,9	+2,2	-3,7	-2,0
5.	TKH Group	+49,5	+13,6	+9,6	-4,0
6.	UNIT4	+44,5	+2,9	+3,9	-1,7
7.	HES Beheer	+39,4	+13,7	+1,4	-1,3
8.	Nedap	+37,3	0,0	+1,3	+0,7
9.	Acomo	+34,6	-5,2	-4,5	-3,7
10.	Brunel International	+30,1	+3,2	-8,4	-3,7
11.	LBI International	+28,8	+6,3	-4,5	-3,6
12.	Neways Electronics	+17,8	-4,3	-3,6	-3,5
13.	Imtech	+15,0	-14,1	-6,9	-6,6
14.	Hunter Douglas	+12,5	-14,7	-6,2	+1,4
15.	Macintosh Retail Group	+3,4	-9,0	-15,7	-11,5
16.	Telegraaf Media Groep	-5,3	-15,1	-12,9	-6,3
17.	DPA Groep	-41,7	-43,5	-36,6	-12,8

- Op 12-maandbasis 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 TMC Group, ASM International en Koninklijke TenCate;
- In de verslagmaand noteerden 2 van de 17 deelnemingen uit de portefeuille (=12%) hoger. Koersverliezen van Imtech, ASM International, Macintosh Retail Group en DPA Group waren groter dan gemiddeld en een afspiegeling van de heersende risico-aversie onder beleggers;
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een ruime voorsprong ten opzichte van de relevante Nederlandse marktindices.

Mutaties in de portefeuille

De posities in **Acomo**, **Macintosh Retail Group** en **TMC Group** werden in bescheiden mate uitgebreid. Het relatief kleine belang in **Sligro Food Group** werd verkocht. Wij houden rekening met licht tegenvallende halfjaarcijfers 2011. Daarnaast was er een relatieve outperformance van het defensieve aandeel Sligro Food Group gedurende het laatste kwartaal.

Bedrijfsnieuws

Imtech (technische dienstverlening in Europa) heeft een belangrijke doorbraak gerealiseerd op de Europese energiemarkt. Voor een totaalbedrag van ruim € 400 miljoen zal Imtech gedurende 15,5 jaar de energie-efficiency van circa 800 gebouwen van een grote Duitse logistieke organisatie aanzienlijk verbeteren. Op basis van een energy contracting model neemt Imtech de complete verantwoordelijkheid over voor optimale levering, onderhoud en beheer van alle energievoorzieningen. Daarnaast worden nieuwe concepten voor energiebesparing uitgerold. Tevens is er sprake van de inzet van innovatieve warmte-/krachtvoorzieningen en zonne-energie. De order is het grootste energie-efficiency contract in Duitsland en de grootste opdracht ooit in de geschiedenis van Imtech. Het project omvat 800 gebouwen met in totaal meer dan 1,7 miljoen vierkante meter oppervlakte in Duitsland. De doelstelling is de energie-efficiëntie van deze gebouwen aanzienlijk te verhogen, een omvangrijke reductie van CO₂-uitstoot tot stand te brengen en substantieel te besparen op operationele kosten. De energiebesparingen zijn aanzienlijk en kunnen, afhankelijk van de precieze vorm van een speciale herfinancieringsoperatie in relatie tot meerdere energie-efficiency maatregelen,

oplopen tot tientallen procenten. Daarnaast garandeert het energie-efficiency contract, na een implementatieperiode, een substantiële jaarlijkse vermindering van de stookkosten. Als integraal onderdeel van het contract zal Imtech een deel van de activiteiten van samenwerkingspartner Lorac Investment Management overnemen.

Imtech's unieke competenties op het gebied van energy contracting evenals specifieke kennis van energietechnologie maakt het in combinatie met haar netwerk van 65 Duitse vestigingen mogelijk om energieservices op basis van landelijke dekking aan te bieden. Voor de 800 betrokken gebouwen resulteert dit over de looptijd van het contract in aanzienlijke jaarlijkse energiebesparingen, een jaarlijkse emissiereductie van 17.000 ton CO2 en substantiële kostenbesparingen. Deze order weerspiegelt niet alleen de sterke positie van Imtech op de Europese markt van energie-efficiency, maar effent tevens de weg voor vergelijkbare orders van andere opdrachtgevers met omvangrijke geografisch gespreide vastgoedportfolio's. Er is sprake van een 'triple-win' situatie: het milieu, de klant én Imtech. Dit zal op termijn leiden tot verdere toekomstige groei van Imtech.

De recordopdracht betekent voor Imtech een structurele versterking van de maintenance-portefeuille. De cycliciteit van de resultaten wordt zodoende verder verlaagd, waardoor een hogere beurswaardering op termijn aannemelijk is. Vooralsnog staat de beurskoers van Imtech in 2011 behoorlijk onder druk. Sinds eind 2010 is deze met ruim 16% gedaald. Wij menen dat tegen de huidige beurskoers van € 23,20 de aandelen uiterst aantrekkelijk zijn gewaardeerd op 10,3 maal de getaxeerde winst 2011 van € 2,25 (2010: € 2,00) en een dividendrendement van 3,2% (€ 0,75 over 2011).

Wij brachten een bedrijfsbezoek aan **Hunter Douglas** (raambekleding en architectonische producten). De cijfers over het eerste kwartaal van 2011 vielen ook het management enigszins tegen. De omzet steeg weliswaar met 10% van US\$ 535,5 miljoen naar US\$ 588,8 miljoen, maar het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening stagneerde op US\$ 11,5 miljoen (2010Q1: US \$ 11,9 miljoen). Voor circa driekwart was dit het gevolg van een gedaalde operationele marge in Noord-Amerika. Hogere grondstofkosten konden in het eerste kwartaal nog niet worden doorberekend. HD heeft prijsverhogingen doorgevoerd per 1 april en 1 mei jl. Pas in de loop van het tweede kwartaal zal het margeverruimende effect zichtbaar worden. Voor circa eenkwart was het tegenvallende resultaat het gevolg van sterkere concurrentie in het lagere segment van de raambekledingsproducten. HD lijkt wereldwijd steeds meer succes te boeken met haar high-end producten, in het bijzonder de 'ette'-producten, Duette, Silhouette en Vignette.

Ten aanzien van de verschillende geografische gebieden de volgende opmerkingen:

- Noord-Amerika (38% van de verkopen) blijft onveranderd het belangrijkste gebied voor wat betreft de winstbijdrage. HD heeft in de recessie wederom marktaandeel gewonnen. De markt in de USA blijft onverminderd slecht, zowel new home sales als verhuisbewegingen in totaal. Wel weet HD, weliswaar vanaf een heel laag startniveau, elk kwartaal in volume een lage single-digit groei te bewerkstelligen. Vorig jaar verschaftte het 2010 US Federal Tax Credit Program een verkoopimpuls doordat dit programma de aanschaf van energiebesparende producten (waaronder zonwering) subsidieerde. Het feit dat deze impuls dit jaar wegvalt, heeft nog niet geleid tot lagere verkopen. Canada (circa eenachtste van de Noord-Amerika verkopen) presteerde vorig jaar uitstekend, mede door de kracht van de Canadese dollar tegen de US dollar, waardoor er een margevoordeel was. Het momentum in Canada nam vanaf de tweede helft van 2010 echter af. In 2011 worden tot nu toe 'stabiele' (lees: op een goed niveau) resultaten behaald;
- Europa (40% van de verkopen) laat regionaal zeer grote verschillen zien. Nederland en Duitsland zijn de grote winstmakers. In Duitsland loopt feitelijk 'alles heel goed door' gesteund door een zich sterk ontwikkelende economie. De overnames van Benthin (hardware systems) en Faber (een 'tweede' Luxaflex vanuit Denemarken) zijn goed geïntegreerd in de lokale organisatie. Duette-verkopen lopen voortreffelijk: het Duitse Fraunhofer Institute heeft Duette als meest energie-efficiënte zonwering uitgeroepen, hetgeen een forse stimulans voor de verkoop betekende. Gardenia (49%-belang) presteert eveneens naar behoren. Deze onderneming levert voorverpakte jalouzieën aan onder andere bouwmarkten. Circa eenkwart van de omzet betreft Duitsland, driekwart gaat naar Oost-Europese markten. Vooralsnog ziet HD geen tekenen van sterke groei in Oost-Europa, ofschoon de regio intern wel als een interessante groeikern wordt beschouwd. Turkije valt ook onder deze noemer, maar vooralsnog is er geen trigger om in deze markt, bijvoorbeeld via overnames, te gaan expanderen. Er is een verkoopkantoor in Istanboel. Nederland doet het al anderhalf jaar beter dan intern wordt voorzien. Ondanks een slechte huizenmarkt en lage verhuisbewegingen worden prima

resultaten geboekt. Ook Scandinavië (met name Noorwegen en Zweden) ontwikkelt zich tevredenstellend. De Engelse markt vertoont tekenen van herstel vanaf een zeer laag niveau, terwijl de Zuid-Europese markten vooralsnog slecht blijven;

- HD is zeer te spreken over de gang van zaken in Latijns Amerika (9% van de verkopen). Vanuit een strak georganiseerde productielokatie in Chili (al meer dan veertig jaar aanwezig) worden met name de groeimarkten van Brazilië (35% van de regio-omzet), Chili (25%) en Mexico (20%) beleverd. Colombia (10%), Peru en Panama zijn opkomende markten. HD zal voor wat betreft de bouwproducten naar verwachting de komende jaren gaan profiteren van het WK Voetbal (2014) en de Olympische Spelen (2016) in Brazilië. Vooralsnog is de productiecapaciteit voldoende om aan de groeiende vraag te kunnen voldoen. Vorig jaar bedroeg de omzetgroei in Latijns Amerika in US dollars circa 16%. Dit tempo zou wellicht in 2011 kunnen toenemen;
- In het Verre Oosten (8% van de verkopen) staan de voornaamste investeringen gepland. In Suzhou (China) wordt een fabriek voor terracotta-panelen gebouwd die volgende maand on stream komt. Met een investering van US\$ 60 miljoen is dit de grootste investering in één keer van HD ooit. 80% van de output van de nieuwe fabriek is bestemd voor de lokale markt, het restant voor de nabije Japanse, Vietnamese en Koreaanse markten. Terracotta is een nieuw product voor de regio, HD verwacht een sterke stimulans voor de verkoop van haar architectonische producten. Daarnaast is er een investering van US\$ 10-15 miljoen in een fabriek voor assemblage van rollforms in Xian, China, terwijl in 2012 (vermoedelijk juli) in Chennai (India) eveneens een fabriek voor de assemblage van rollforms wordt geopend. Deze investering vergt in totaal circa US\$ 25 miljoen. In de regio Azië is de verkoop van architectonische producten hoger dan die van raambekleding. Dit lijkt de komende jaren zo te blijven. HD moet in raambekleding concurreren met lokale aanbieders aan de onderkant van de markt. De doorbraak van producten met een hoge toegevoegde waarde laat op zich wachten, ofschoon HD in toenemende mate marketing bedrijft in de vorm van toonzalen, demonstraties e.d. Naar eigen zeggen 'mist' HD deze markt niet, ook (eventuele) concurrentie is niet succesvol. Echter, de vooruitzichten voor groei van de architectonische producten lijken goed te zijn. In 2010 was er een stabilisatie van de omzet (US\$ 182 miljoen), nadat er in 2009 een tweetal megaprojecten was uitgevoerd. Voor het lopende jaar mag worden uitgegaan van een omzettoename van 10-20%, die met name in het tweede halfjaar gestalte dient te krijgen;
- Australië (4% van de verkopen) werd in het eerste kwartaal van 2011 geconfronteerd met een volumedaling van 18% die in de omzet deels kon worden gecompenseerd met een valutavoordeel van 7% door de gestegen Australische dollar versus de Amerikaanse dollar. De natuurrampen waren deels een verklaring voor de scherpe terugval. Daarnaast is er een structurele overcapaciteit in de productie in Australië, een markt van slechts 20 miljoen consumenten. Ook het tweede kwartaal 2011 ontwikkelt zich moeizaam.

Hunter Douglas kondigde voorts aan maximaal 500.000 gewone aandelen te willen inkopen tot het einde van het lopende kalenderjaar. De maximum te betalen prijs is 110% van de gemiddelde beurskoers van de voorgaande vijf handelsdagen op NYSE Euronext Amsterdam. De aankoop is bedoeld ter dekking van de verplichtingen die voortkomen uit de uitgifte van verleende stock options. Grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg (81,2%-belang) heeft aangegeven niet te zullen verkopen gedurende de periode van inkoop. Zulks impliceert dat de in te kopen aandelen vanuit de bescheiden free float moeten worden gekocht. In deze context maken 0,5 miljoen aandelen (= circa 12% van de getaxeerde free float) een aanmerkelijk bestanddeel van de vrij verhandelbare aandelen uit. De matige beursomzetten – gemiddelde dagomzet bedraagt 5.266 aandelen over de laatste 200 beursdagen – indiceren dat de nagestreefde inkoopoperatie al gauw een kleine 100 handelsdagen in beslag gaat nemen. De beurskoers van HD is dit jaar met ruim 23% gedaald van € 39,57 naar € 30,33 (voor aankondiging inkoopprogramma). Uitgaande van een winst per aandeel van tenminste € 3,50 voor 2011 (2010: € 3,24) en van minimaal € 3,75 voor 2012 wordt tegen deze beurskoers respectievelijk 8,6 en 8,1 maal de verwachte winst voor Hunter Douglas betaald. Bij een pay out van 40% komt het dividendrendement op respectievelijk 4,6% en 4,9%. Hunter Douglas is momenteel de derde grootste holding in de portefeuille.

LBI International (digital agency) heeft van Sony Ericsson de opdracht ontvangen om de digitale uitrol van de Xperia smartphones te begeleiden. In dit kader zal LBI een multiplatform brandbuilding strategie ontwikkelen en ten uitvoer brengen in de belangrijkste westerse markten, te weten het Verenigd Koninkrijk, West-Europa en de Verenigde Staten. In de Verenigde Staten is LBI in juni met haar eerste vertical team gestart. Onder LBI Health worden tal van gerenommeerde ondernemingen in de gezondheidszorg (Bristol-Myers Squibb, Bayer, J&J, AstraZeneca e.a.) begeleid bij hun marketingstrategieën in de digitale wereld. Voor een impressie ga naar: www.lbi.com/health. Wij zijn van mening dat LBI in het lopende jaar in staat moet zijn de belofte van een gezonde winstgevendheid in te lossen. Wij taxeren een winst per aandeel van € 0,15, waarmee de aandelen een bescheiden K/W verhouding van 11,3 doen tegen de huidige beurskoers van € 1,70. LBI International bekleedt thans de zesde positie in de portefeuille.

De beurskoers van **ASM International** (toeleverancier van productiemiddelen voor de halfgeleiderindustrie) daalde in de verslagmaand met 6,8%. Daarmee is de discount van de Nederlandse beurswaardering ten opzichte van de sum-of-the-parts waarde die kan worden berekend door het 52,4% belang, dat ASMI houdt in ASM PT, op marktwaarde te waarderen, tot recordhoogte gestegen. De waarde van ASM PT, de back-end activiteiten van ASM International, is per heden: 207,56 miljoen aandelen à HK\$ 107,20 = HK\$ 22.250 miljoen → € 1.968 miljoen. Deze waarde verhoudt zich tot de totale beurswaarde van ASM International van: 54,28 miljoen aandelen à € 28,16 = € 1.528 miljoen. Met andere woorden, het in Hongkong genoteerde 52,4%-belang in ASM PT vertegenwoordigt op die beurs een waarde van € 36,25 per aandeel. Daarmee doen de front-end activiteiten van ASM International tegen de huidige Amsterdamse beurswaarde feitelijk een negatieve waarde van ruim € 8,- per aandeel. Omdat de front-end activiteiten juist de laatste kwartalen de weg naar winstgevendheid overtuigend hebben weten te vinden, bevreemdt deze 'anomalie' ons in toenemende mate. Mede omdat "front-end" een sterke positie inneemt in de nieuwe ALD-markt (atomic layer deposition), is de verwachting dat deze tak, ook in een minder florissante marktsituatie, toch (goed) winstgevend zal kunnen blijven. ASM International is momenteel de nummer acht in de portefeuille.

Eenzelfde anomalie doet opgeld bij **Telegraaf Media Groep** (TMG). De beurskoers van ProSiebenSat1, de Duitse televisiezender waarin TMG een strategisch 6%-pakket houdt, steeg de afgelopen week sterk tot € 20,66 op vrijdag 1 juli. Daarmee bedraagt de waarde van het TMG-pakket circa € 271 miljoen. De beurswaarde van TMG bedraagt tegen de huidige beurskoers van € 12,25 circa € 585 miljoen. Dit betekent dat de waarde van TMG exclusief het ProSiebenSat1-pakket op € 314 miljoen kan worden bepaald, ofwel € 6,58 per aandeel. Wanneer de bijdrage van ProSiebenSat1 uit de resultaten van TMG over 2010 wordt gehaald, dat is € 18,8 miljoen op een totaal van € 87,1 miljoen, resteert een genormaliseerde winst van circa € 64,16 miljoen, ofwel € 1,34 per aandeel. Hieruit volgt dat voor TMG exclusief het ProSiebenSat1-pakket minder dan 5 maal de historische winst wordt betaald. Weliswaar staat de oplage van dagblad De Telegraaf structureel onder druk, in het eerste kwartaal van 2011 daalde deze met 4,5% van 638.670 naar 609.930 exemplaren, TMG slaagt er niettemin goed in deze druk te weerstaan door tijdig kostenbesparende maatregelen door te voeren en geleidelijk de positie in nieuwe media uit te bouwen. De overname van Hyves, vorig najaar, is hiervan het meest aansprekende wapenfeit. Na de zomer zal de nieuwe CEO, Herman van Campenhout, zijn visie geven op de uitrol van nieuwe media in het business model van TMG. Tegen de huidige beurskoers van € 12,25 wordt 10 maal de consensus taxatie van de winst per aandeel 2011 voor de aandelen TMG betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 3,8%. Momenteel is TMG de twaalfde holding in de portefeuille met een weging van 3,8%.

TKH Group (industriële-, telecom- en building solutions) maakte de overname bekend van 90% van de aandelen in Mextal BV, gevestigd te Nuenen. Mextal is gespecialiseerd in het leveren van totaaloplossingen binnen de gezondheidszorg. Uitgangspunt hierbij is dat de diverse systemen ten behoeve van observatie, (akoestische) bewaking, beeldcommunicatie, sociale alarmering en videocare binnen een totaalconcept integraal kunnen worden aangeboden. Met de acquisitie van Mextal versterkt TKH haar productportfolio voor zorgoplossingen. Mextal beschikt over een eigen technische servicedienst en een 24 x 7 helpdesk. De totaaloplossingen van Mextal worden onder meer onder de eigen merknamen Mextal en Viedome vermarkt. Mextal richt zich op bestaande intramurale zorginstellingen alsook op woon-/zorgpartijen die extramuraal oplossingen inzetten ten behoeve van het langer zelfstandig thuis blijven wonen. Mextal

realiseert met 24 medewerkers een omzet van ruim € 5 miljoen op jaarbasis. De activiteiten zullen binnen TKH deel uitmaken van het segment building technologies. De overname van Mextal zal vanaf het derde kwartaal 2011 positief bijdragen aan de winst per aandeel van TKH. De overname zal uit de beschikbare middelen worden gefinancierd. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,60 voor 2011 (2010: € 1,21) en van € 1,90 voor 2012. Tegen de huidige beurskoers van € 22,40 wordt 14,4 maal de getaxeerde winst voor dit jaar voor de aandelen TKH Group betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 2,7%.

Samenstelling portefeuille

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

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

**weging exclusief optiepositie*

Vooruitzichten

De aandelenmarkten staan aan de vooravond van de publicatie van de halfjaarcijfers. Het sentiment werd de laatste weken negatief beïnvloed door winstwaarschuwingen van prominente Nederlandse ondernemingen (KPN, Philips, AKZO Nobel, TomTom en CSM). Met name de sterk gestegen grondstofkosten kunnen op korte termijn niet of in onvoldoende mate worden doorberekend in eindprijzen. Er is daarom een tendens onder analisten om de winsttaxaties van ondernemingen extra kritisch te beoordelen. Wij zien de halfjaarcijfers van de ondernemingen in onze portefeuille met vertrouwen tegemoet, maar houden wel rekening met enige terughoudendheid t.a.v. de vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar. De waardering van onze portefeuille is bepaald niet als overdreven hoog te kwalificeren tegen de achtergrond van het nog altijd lage renteniveau. Daarom handhaven wij een volbelegde portefeuille.

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, 5 juli 2011

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen