

MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2010

Inleiding

De maand augustus werd gekarakteriseerd door een oploeiende angst voor het double dip scenario. Rentetarieven daalden internationaal naar ongekend lage niveaus, terwijl de stemming op aandelenmarkten uiterst terughoudend bleef. De AEX-Index sloot de verslagmaand 4,3% lager af op 316,47. De Amsterdam Midkap Index verloor 3,5% op 508,30, terwijl de Amsterdam Small Cap Index met 2,5% steeg tot 456,21. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 2,1% van € 23,85 naar € 23,35. Year-to-date bedraagt de waardeinstijging 9,0%.

Per 1 september 2010 was voor een bedrag van € 39,5 miljoen belegd in 19 ondernemingen. Per 1 september 2010 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 40,4 miljoen, waaruit volgt dat 2,1% van de portefeuille uit liquide middelen bestaat.

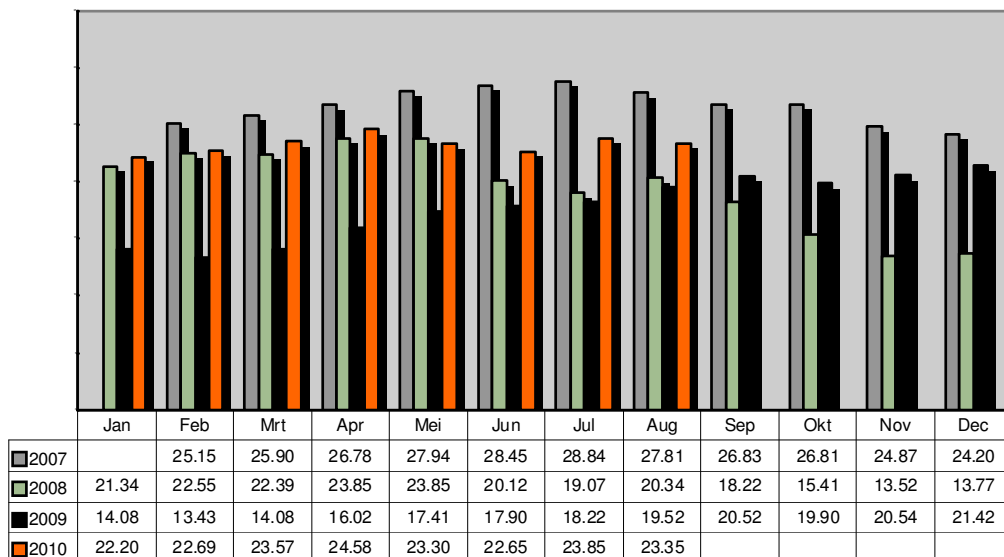
De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 september 2010 zijn als volgt:

| | |
|--------------------------------|--------------|
| Beurskoers | € 23,35 |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 23,35 |
| Fondsvermogen | € 40.395.000 |
| Aantal uitstaande aandelen | 1.730.319 |

De gerealiseerde rendementen (procentueel) op basis van de intrinsieke waarde per aandeel 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 | +5,3 | -2,1 | | | | | +9,01 | -6,60 |

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



Mutaties in de portefeuille

De aankoopprogramma's in **ASM International**, **Beter Bed Holding** en **Telegraaf Media Groep** werden in augustus voortgezet. Daarnaast werden op kleinere schaal aankopen verricht in **Aalberts Industries**, **Brunel International**, **LBI International** en **UNIT4**. Het belang in **BinckBank** werd gereduceerd, omdat wij het opwaarts koerspotentieel op korte termijn te gering achten in verhouding tot dat van de totale portefeuille.

Bedrijfsnieuws

Technisch dienstverlener **Imtech** wist de netto winst over het eerste halfjaar van 2010 met 11% op te voeren tot € 57,0 miljoen (2009 H1: € 51,5 miljoen) bij een nagenoeg stabiel opbrengstenniveau van € 2,025 miljard. De EBITA steeg met 6%, waarvan 5% autonoom, van € 101,8 miljoen naar € 107,5 miljoen. Analyse van de resultaten wees uit dat Imtech weliswaar een teruggang in opbrengsten en resultaat in de Benelux moest rapporteren, maar dat deze ruimschoots werd gecompenseerd door een voortzetting van de krachtige groei in Duitsland en de Nordic (Zweden, Noorwegen en Finland). In de Benelux daalden de opbrengsten met 14% tot € 491 miljoen (2009 H1: € 574 miljoen) en werd een 21% teruggang in de EBITA van € 20,4 miljoen naar € 16,1 miljoen gerapporteerd. De lange vorstperiode was de belangrijkste oorzaak voor de forse daling, maar daarnaast zijn de marktomstandigheden in de Benelux al langere tijd uitdagend met stevige concurrentie van zowel lokale partijen als technische spelers uit met name Zuid- en Midden-Europa. Voorts is het specifieke dienstenpakket dat Imtech aanbiedt minder toegesneden op de Benelux, omdat dit een verhoudingsgewijs kleine energiemarkt is. Daarentegen ontwikkelt Imtech zich in Duitsland & Oost-Europa tot dé leidende implementatiepartner in de groeiende energiemarkt. Daarbij zorgen technologische competenties als testengineering voor de auto-industrie, gebouwautomatisering, stadion-, datacenter- en cleanroomtechnologie, alsmede hoogwaardige brand- en zorgoplossingen dat Imtech excelleert. Er is sprake van een uitgebreide longlist aan potentiële projecten in markten als energie, 'groene' revitalisering, luchthavens, zorg, datacenters, stadions, farmacie en de auto-industrie. Bovendien worden professionele technologische maintenanceconcepten aangeboden. Per saldo maakt dit het mogelijk om een hoge autonome groei te realiseren en tegelijkertijd de marge verder te verhogen. Hoewel in Oost-Europa de gevolgen van de economische crisis meer merkbaar zijn, groeit Imtech ook in deze markten, onder meer dankzij omvangrijke opdrachten voor het EK Voetbal 2012 in Polen. In de Nordic boekte Imtech een opbrengsten toename van 15% tot € 167 miljoen (2009 H1: € 145 miljoen), terwijl de EBITA met 18% werd opgevoerd tot € 11,0 miljoen (2009 H1: € 9,3 miljoen). Vanaf de tweede helft van dit jaar zal de per eind juni afgeronde acquisitie van NEA gaan bijdragen aan het groepsresultaat. De combinatie NVS (het huidige Imtech Nordic) en NEA verwacht met ruim 4.500 medewerkers en 170 vestigingen totale opbrengsten van ongeveer € 625 miljoen te realiseren met een verwachte EBITA van € 44 miljoen en derhalve een EBITA-marge van 7%. Wij taxeren voor 2010 een winst per aandeel van € 2,10 (2009: € 1,92) over het met 9,9% vergrote aandelenkapitaal (vanwege emissie ten behoeve aankoop NEA). Voor 2011 verwachten wij een winst per aandeel van circa € 2,50 op grond van een verdere omzet- en margestijging in Duitsland & Oost-Europa, enig winstherstel in de Benelux, alsmede een eerste volledige winstbijdrage van de vergrote Nordic-divisie. De aandelen Imtech noteren tegen de huidige beurskoers van € 22,- slechts tegen 8,8 maal de verwachte winst voor volgend jaar.

Vaccinproducent **Crucell** rapporteerde recordcijfers over het tweede kwartaal van 2010. Gedragen door sterk aantrekkende verkopen van kindervaccin Quinvaxem werd een omzetgroei van 63% geregistreerd (€ 128,6 miljoen versus € 78,7 miljoen), terwijl het operationele resultaat toenam van € 3,2 miljoen tot € 13,1 miljoen. De onderneming verhoogde de prognose voor omzet en resultaat 2010 van 'in dezelfde orde grootte' naar 'zal die van 2009 overtreffen'. Daarmee blijft Crucell succesvol in de opbouw van een aansprekend track record. Met een liquide positie van € 345 miljoen, ofwel € 4,25 per aandeel, blijft de lage beurswaardering van Crucell een raadsel. Wel zien wij geleidelijk een verhoging van de analistentaxaties voor 2011 en verdere jaren. Naar verwachting zal de komende beursintroductie van deelneming AdImmune in Taiwan de nodige extra fantasie in het aandeel kunnen brengen. Crucell bekleedt momenteel de tweede positie in de portefeuille.

De derde grootste holding in portefeuille, **UNIT4**, specialist op het gebied van business software, overtuigde de markt met fraaie halfjaarcijfers. De omzet nam met 7% toe tot € 199 miljoen en de EBITDA steeg met 23% tot € 35,4 miljoen.

Met name een 18% toename van de licentieverkopen in het tweede kwartaal ten opzichte van het eerste kwartaal spreekt tot de verbeelding, omdat dit cijfer een goede indicatie vormt van de te verwachten omzetgroei. De orderingang ontwikkelde zich uitgesproken positief in het tweede kwartaal met grote opdrachten van klanten in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk, Noord-Amerika en Spanje. In de Benelux, Zweden en Noorwegen was eveneens sprake van een voorspoedige ontwikkeling. Hieruit volgt dat UNIT4 erin blijft slagen marktaandeel te winnen van concurrenten als SAP en Oracle. Wij voorzien daarnaast dat UNIT4 vanaf 2013 een positieve bijdrage van deelneming FinancialForce.com aan de resultaten zal kunnen presenteren. Vooral nog vergt de opbouw van deze marktpositie van een 'in the cloud business application' een jaarlijkse investering in de orde grootte van € 4 – 8 miljoen. De gemiddelde analistentaxatie van de winst per aandeel van UNIT4 voor 2010 ligt op € 1,65 (2009: € 1,33) en voor 2011 op € 1,95. Tegen de huidige beurskoers van € 17,50 worden de aandelen UNIT4 verhandeld op een bescheiden multiple van 9 maal de getaxeerde winst 2011. Per 17 september 2010 worden de aandelen UNIT4 opgenomen in de AMX-Index.

De turnaround bij **Hunter Douglas** (raambekleding en architectonische producten) kreeg verder gestalte in de eerste helft van 2010. De groepsomzet steeg met 3,2% tot \$ 1,16 miljard, terwijl het operationele resultaat vóór reorganisatielasten verbeterde van \$ 19,4 miljoen naar \$ 64,6 miljoen. De turnaround werd gedragen door een 7% stijging van de verkopen in Noord-Amerika, vanouds de belangrijkste markt voor Hunter Douglas. De groeiemarkten Latijns Amerika en Azië, gezamenlijk goed voor ruim 16% van de groepsomzet, wisten met omzettoenames van respectievelijk 18 en 17% een goede bijdrage te leveren aan de performance. Zoals verwacht werd in Europa (40% van de groepsomzet) de impact van de recessie gevoeld. Nadat in 2009 in deze regio nog recordresultaten werden geboekt, moest nu een verkoopdaling van 6% worden gemeld, waarvan 10% een teruggang in volume betrof. De winst per aandeel over de eerste zes maanden van 2010 kwam uit op € 1,46 (2009 H1: € 0,11), waarbij de gestegen dollarkoers enige flattering teweegbracht. Voor geheel 2010 handhaven wij onze eerdere winsttaxatie van € 3,45 (2009: € 1,81) per aandeel. Voor 2011 gaan wij uit van een verdere stijging tot € 4,50 (+20%). De beurskoers van het aandeel Hunter Douglas ontwikkelde zich bij minieme omzetten teleurstellend in augustus (-8,4% op € 27,01). Tegen deze slotkoers komt de koers/winstverhouding op slechts 6 maal het verwachte resultaat 2011 en kan, bij een veronderstelde pay out van 40%, het dividendrendement worden berekend op 6,7%.

Na het teleurstellend verlopen 2009 is **Koninklijke TenCate** (technisch textiel, composieten, kunstgras en geosynthetica) in het lopende jaar bezig aan een krachtig herstel. In ons maandbericht over juli gingen wij al uitgebreid in op het toen uitgebrachte voorlopige halfjaarbericht. De definitieve cijfers waren nog licht beter dan aanvankelijk werd geïndiceerd, maar wellicht belangrijker is het optimisme van het management ten aanzien van de vooruitzichten voor de tweede jaarhelft. Er wordt gesproken van een aanzienlijke winstgroei voor deze periode. Nu is dit gezien de lage winstgevendheid in de tweede helft van 2009 op zichzelf geen opzienbarende mededeling, maar onderliggend lijken de verschillende deelmarkten zich toch geleidelijk te herstellen. Met name bij de divisie Kunstgras en Geosynthetics lijkt in de tweede helft van 2010 ruimte te zijn voor margeverbetering. Ten aanzien van de aerospace- en armourcomposieten verbetert het perspectief. De vliegtuigindustrie laat een positiever geluid horen en de afbouw van voorraden in de waardeketen lijkt ten einde. De groei van joint venture Xennia (79%-aandeel) is boven verwachting. Tenslotte is non-core activiteit Enbi bezig aan een opvallend herstel. De kostenstructuur bij Enbi werd verder verlaagd, terwijl de markt voor rubber rollers aantrekt. Wij taxeren voor 2010 een winst per aandeel van € 1,95 en zien voor 2011 een verdere verbetering tot € 2,30, waarmee recordjaar 2006 – winst per aandeel € 2,18 – zou worden overtroffen. Op basis van onze 2011 taxatie worden de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 20,- op 8,7 maal de verwachte winst gewaardeerd en komt het verwachte dividendrendement op 3,5%.

De halfjaarresultaten van detacheerder **Brunel International** vormden een dissonant in een overigens uitstekende ronde van halfjaarcijfers. De gepresenteerde cijfers bleven op alle onderdelen achter bij de marktconsensus met als gevolg dat de beurskoers in twee dagen tijd met 16% daalde. Deze derating is onzes inziens niet terecht, omdat de onderliggende ontwikkelingen feitelijk op een bestendige voortzetting van de eerder ingezette trend wijzen. De factoren die debet zijn aan het missen van de marktconsensus waren: (1) een vertraagd marktherstel in Nederland. Echter, Brunel opereert ook onder moeilijke marktomstandigheden nog uiterst winstgevend in haar thuismarkt, dit in

tegenstelling tot concurrent Yacht (dochter van Randstad) die verlies maakte in de eerste helft van 2010. (2) het herstel in Duitsland zette iets later in dan eerder werd verwacht, maar lijkt nu wel flink aan kracht te winnen getuige opmerkingen van het Brunel-management (3) aanloopkosten ter voorbereiding van het uitvoeren van grote contracten in de Energy-divisie legden eveneens een druk op de marges. Daarenboven werd tevens bekend dat het grote Gorgon-project voor de kust van Australië met een jaar is vertraagd. Deze ontwikkelingen hebben geleid tot een ronde van taxatieverlagingen van analisten. Wij taxeren nu een winst per aandeel van € 1,25 voor 2010 (2009: € 1,35) en van € 1,75 voor 2011. De huidige beurskoers van € 20,- waardeert Brunel derhalve op 11,4 maal de verwachte winst 2011. Bovendien geeft het aandeel een attractief dividendrendement van 4%, omdat wij er voetstoots van uitgaan dat de contante uitkering over 2010 op € 0,80 per aandeel gehandhaafd blijft. Daarmee combineert Brunel een hoog diidendrendement met een uiterst aantrekkelijk groeipotentieel. De vertraging in de realisatie van het succesvolle businessmodel heeft ons in augustus de gelegenheid geboden de positie in Brunel International op de lagere beurskoersen enigszins uit te breiden. Per 17 september 2010 worden de aandelen Brunel opgenomen in de AMX-Index.

Neways Electronics International heeft in de eerste helft van 2010 een volledig autonome stijging van de netto omzet gerealiseerd van circa 25% in vergelijking met de eerste helft van 2009. De sterke toename is het gevolg van een duidelijk en breed vraagherstel in de Electronic Manufacturing Services (EMS) markt. Door de hogere omzet is de nettowinst over de eerste helft van 2010 uitgekomen op € 1,5 miljoen ten opzichte van een verlies van € 4,2 miljoen over de eerste helft van 2009. De winst werd gedrukt doordat toeleveranciers niet altijd meteen en volgens afspraak aan de sterk aangetrokken vraag konden voldoen, wat heeft geleid tot inefficiëntie in de hele keten. De orderportefeuille per 30 juni 2010 is met 20% gestegen tot € 67,4 miljoen ten opzichte van eind 2009 en met 28% ten opzichte van medio 2009. De orderportefeuille is in juli verder toegenomen en bovendien verklaart het management een toeneming van het aantal offertes waar te nemen. Het is duidelijk dat de winstgevendheid van Neways nog lang niet volledig is hersteld tot de topniveaus van 2007 en begin 2008. Zo werd in Duitsland in de eerste helft van 2010 nog verlies geleden, vanwege het faillissement van een grote klant uit de solar-industrie. Inmiddels is de bezetting van de betreffende fabriek weer grotendeels hersteld, zodat wij voor de tweede helft in 2010 een winstgevende exploitatie in Duitsland veronderstellen. Voorts is het evident dat Neways de betrekkingen met belangrijke klanten als ASML en Philips steeds meer intensiveert door ook in de ontwikkelingsfase van producten structureel te participeren. Hierdoor profiteert Neways nu volop van de gunstige ontwikkelingen bij ASML en Philips Medical. De sterke positie van Neways in China blijkt ook steeds meer een asset te worden; de onderneming meldde dat steeds meer OEM's (Original Equipment Manufacturers) met vestigingen in China gebruik maken van de productiefaciliteiten van Neways in China. Dat heeft het afgelopen halfjaar geleid tot een substantiële stijging van de productieniveaus bij de Chinese operaties van Neways. Om bestaande en nieuwe klanten die actief zijn in de regio beter en sneller te kunnen bedienen en deze activiteiten verder uit te bouwen heeft Neways recentelijk een verkoop- en servicekantoor geopend in Singapore. Sinds augustus is Neways strategisch partner van ThyssenKrupp Transrapid. De Neways-vestiging in het Duitse Kassel gaat de elektronica in de magneettreinen van het bedrijf onderhouden en repareren en de elektronische systemen produceren voor nieuwe Transrapid-treinen die onder andere in China rijden. Het gaat om orders voor de besturingselektronica, het motormanagement en veiligheidssystemen ter waarde van tientallen miljoenen euro's, uitgesmeerd over een aantal jaren. Voorts heeft Neways in juli de capaciteit van de vorig jaar overgenomen ontwikkel- en productieactiviteiten van Sensus op het gebied van *smart metering* vergroot. Tevens is op dit gebied een samenwerking met het Chinese bedrijf Hexing gestart, waarvoor onder andere 'slimme' elektriciteits-, warmte- of watermeters voor het Nederlandse Enexis (voorheen: Essent) worden ontwikkeld en getest. Alleen al in Nederland zijn rond 5 miljoen conventionele meters in gebruik die op termijn zouden kunnen worden vervangen. Wij zien geen aanleiding onze winsttaxaties voor 2010 en 2011 aan te passen, zoals wij die in de Investment Case van juni 2010 hebben weergegeven (zie: www.addvaluefund.nl/investmentcase.php). Hierin taxeren wij een winst per aandeel van € 0,57 voor 2010 en van € 1,35 voor 2011. Op basis van de huidige beurskoers van € 7,80 wordt het aandeel Neways Electronics daarmee op een bescheiden 5,8 maal de getaxeerde winst 2011 gewaardeerd. Naar onze mening is Neways een van de interessantere turnaround situaties op de Nederlandse small- en midcapmarkt.

Amsterdam Commodities (Acomo) behaalde over de eerste zes maanden van 2010 een netto resultaat vóór eenmalige lasten van € 6,1 miljoen, een stijging van 69% (2009H1: € 3,6 miljoen). Dit resultaat reflecteert de aanhoudend sterke prestatie van de handel in specerijen- en voedingsingrediënten en de goede resultaten van de overgenomen thee- en zadenactiviteiten in mei van dit jaar. Deze telden slechts voor de twee maanden mei en juni mee in het halfjaarresultaat. Na acquisitie-gerelateerde kosten en het eenmalige verlies op de verkoop van de rubberactiviteiten, bedroeg de nettowinst € 4,0 miljoen, een stijging van 11% ten opzichte van dezelfde periode van 2009 van € 3,6 miljoen. Catz International (specerijen, noten, zuidvruchten) zette de trend van het tweede halfjaar 2009 door en behaalde een 23% hogere winst vóór belasting van € 6,1 miljoen (2009H1: € 5,0 miljoen) bij een omzet van € 75,7 miljoen (2009H1: € 69,9 miljoen). De handel- en distributieactiviteiten in voedingsingrediënten, TEFCO en Snick EuroIngredients, behaalden stabiele resultaten. De gecombineerde omzet bedroeg € 7,3 miljoen (2009H1: € 7,4 miljoen) en de winst vóór belasting bedroeg € 0,8 miljoen (2009H1: € 0,7 miljoen). De geacquireerde handelsondernemingen Red River (zaden) en Van Rees (thee) presteerden sterk en behaalden resultaten die licht hoger waren dan geanticipeerd bij de overname. Over de periode 1 mei – 30 juni 2010 bedroeg de omzet \$ 57,7 miljoen (€ 45,6 miljoen) en realiseerden beide bedrijven samen een netto resultaat van \$ 2,8 miljoen (€ 2,3 miljoen). De winst per aandeel over het eerste halfjaar 2010 bedroeg € 0,226 rekening houdend met de nieuw uitgegeven aandelen (2009H1: € 0,222). Voor eenmalige posten bedroeg de winst per aandeel € 0,344. Het interimdividend per aandeel werd verhoogd tot € 0,11 per aandeel van € 0,10 een jaar eerder. Voor geheel 2010 gaan wij uit van een winst per aandeel van € 0,70 (2009: € 0,645), terwijl wij voor 2011 een onveranderde taxatie van € 1,00 per aandeel hanteren. Ofschoon het aandeel Acomo met een koersappreciatie van 50% tot dusver in 2010 de grootste bijdrage aan de performance van het Add Value Fund heeft gegeven, achten wij de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 8,20 nog altijd zeer aantrekkelijk gewaardeerd.

De halfjaarcijfers van digital marketing agency **LBI International** bevestigden het beeld van een aantrekkelijke markt in Europa en de Verenigde Staten. Met uitzondering van het Duitse onderdeel MetaDesign wisten alle bedrijfsunits een hogere operationele marge te realiseren. De omzet steeg in de eerste zes maanden van 2010 met 6,7% van € 69,1 miljoen naar € 74,9 miljoen. De voor buitengewone lasten gecorrigeerde EBITDA steeg met 9,9% van € 8,3 miljoen naar € 9,5 miljoen, waaruit volgt dat de EBITDA-marge een toename vertoonde van 12,0% naar 12,7%. Het is illustratief voor de uptrend in omzet- en resultatenontwikkeling dat over het tweede kwartaal de toenames met respectievelijk +12% en +11% hoger liggen dan over het eerste halfjaar. De gepresenteerde cijfers zijn overigens nog exclusief de bijdrage van Bigmouthmedia, de search engine specialist waarmee LBI eerder dit jaar fuseerde. De fusie met Obtineo – de houdstermaatschappij van Bigmouthmedia – is per 29 juli jl. afgerond. Over het tweede kwartaal van 2010 realiseerde Bigmouthmedia een EBITDA van € 1,9 miljoen op een omzet van € 5,5 miljoen, waarmee op pro forma basis de omzet van het 'nieuwe' LBI op € 43,8 miljoen uitkwam en de EBITDA op € 6,9 miljoen na buitengewone lasten. Vanaf 5 augustus worden de aandelen LBI International als nieuwe combinatie nog uitsluitend verhandeld op de beurs van NYSE Euronext Amsterdam; de notering op de beurs van Stockholm is komen te vervallen. Vooralsnog handhaven wij onze eerdere taxatie van een winst per aandeel van € 0,15 voor 2010 en van € 0,20 voor 2011. De aandelen worden tegen de huidige beurskoers van € 1,40 gewaardeerd tegen een bescheiden multiple van 7 maal het verwachte resultaat over 2011. In het eerstkomende maandbericht zullen wij uitvoerig ingaan op de perspectieven van LBI International.

De halfjaarcijfers van industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** overtroffen de verwachtingen van analisten. Over de eerste zes maanden van 2010 werd bijna evenveel verdiend als over geheel 2009. Niet verwonderlijk dat de onderneming als verwachting voor het gehele jaar aangaf dat het resultaat over 2010 dat van het voorgaande jaar aanzienlijk zal overtreffen. Zowel in Industrial Services als in Flow Control was sprake van een sterk omzet- en resultatenherstel. In Industrial Services werd een autonome omzetgroei van 23% genoteerd tot € 225 miljoen (2009H1: € 182,3 miljoen). De leverage in deze cyclische activiteit was goed zichtbaar in het operationele resultaat dat omsloeg van een verlies van € 7,1 miljoen in de eerste helft van 2009 naar een winst van € 24,3 miljoen. In Flow Control werd ondanks het strenge winterweer een autonome omzettoename van 7% geregistreerd tot € 557 miljoen (2009 H1: € 518,7 miljoen). Het operationele resultaat steeg hier met 24% van € 45,8 miljoen tot € 56,8 miljoen. De door Aalberts

gedurende de crisis gevolgd strategie om de verkoopinspanningen op te voeren en groot in te zetten op de mogelijkheden tot *cross selling* betaalden zich in het afgelopen halfjaar uit. Wij beoordelen de perspectieven voor de komende periode als veelbelovend. Het management, naast Jan Aalberts de operationele directeur Wim Pelsma en CFO John Eigendaal, lieten zich positief uit over de nieuwe aankoop Conbraco Industries die met de merkproducten onder de naam Apollo Valves vanaf de tweede helft van dit jaar aan omzet en resultaten gaat bijdragen. Wij hanteren voor 2010 een winst per aandeel van € 1,10 (2009: € 0,51) en voorzien voor 2011 een verdere stijging tot € 1,25. Hiermee zijn wij beduidend positiever dan de marktconsensus die vooralsnog uitgaat van € 0,96, respectievelijk € 1,16. Wij hebben de positie in Aalberts Industries in augustus licht uitgebreid.

Ook technisch dienstverlener **TKH Group** presteerde in de eerste helft van 2010 beter dan analisten hadden voorzien. De omzet steeg met 19% van € 353,5 miljoen naar € 420,6 miljoen, waarbij gestegen grondstofkosten goed waren voor 6,4% van de omzettoename. Er was sprake van een duidelijke versnelling van de omzetgroei tot 34,2% in het tweede kwartaal. De EBITDA steeg van € 13,8 miljoen in de eerste helft van 2009 naar € 30,4 miljoen in de eerste zes maanden van 2010. Het resultaat verbeterde onder meer door de efficiencymaatregelen voortvloeiend uit het meer gefocust inzetten van resources binnen de groep evenals het reduceren van overheadkosten. Binnen de segmenten Building en Industrial Solutions nam door het gedaalde kostenniveau en een toegenomen omzet het resultaat fors toe. Door een daling van de omzet bij Telecom Solutions alsmede de gestegen waarde van de Aziatische valuta liet het resultaat een daling zien in dit segment. De financiële baten en lasten daalden van € 5,6 miljoen in het eerste halfjaar van 2009 naar € 2,4 miljoen in de eerste zes maanden van 2010. Deze daling was het gevolg van valuta-effecten en een lagere schuldenlast. De belastingdruk bedroeg 29,8%. Voor geheel 2010 verwacht TKH, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een nettowinst tussen € 34 en 38 miljoen te realiseren. Deze verwachting correspondeert met een winst per aandeel van circa € 1,00 (2009: € 0,49). Voor 2011 ligt de consensustaxatie op € 1,25. Deze prognose is met name gebaseerd op een verder aantrekken van de orders in de bandenbouwdivisie, waar TKH inmiddels ook grote contracten van Aziatische bandenproducenten heeft binnengehaald. Daarnaast ontwikkelt het segment Security Systems zich ook zeer veelbelovend. Het streven van TKH is er onverminderd op gericht de omzet uit deze activiteit te verdubbelen tot 20% van de groepsomzet, deels door middel van acquisities. Ofschoon de beurskoers van TKH Group van € 15,- al enigszins is vooruitgelopen op het omzet- en winstherstel, is onzes inziens zeker geen sprake van overwaardering. Met name de doorbraak van de bandenbouwdivisie in Azië is nog niet gereflecteerd in de huidige beurswaardering. Wij hebben de positie in TKH dan ook enigszins uitgebreid in augustus.

De turnaround bij de **Telegraaf Media Groep** voltrok zich in het tweede kwartaal van 2010 conform de verwachting van analisten. De bedrijfsopbrengsten kwamen uit op € 150,3 miljoen, een daling van 2,3% in vergelijking met het niveau van een jaar eerder (€ 153,8 miljoen). Het bedrijfsresultaat (EBIT) bedroeg € 8,7 miljoen en was daarmee € 6,6 miljoen hoger dan in de vergelijkbare periode in 2009. De verbetering in het resultaat is volledig gerealiseerd door lagere distributiekosten vanwege de beëindiging van de zondagkrant van De Telegraaf per december 2009 en door de gerealiseerde kostenverlagingen op basis van het kostenverlagingsprogramma 2008/2010. Dit programma, met als doelstelling een structurele verlaging van het jaarlijkse kostenniveau met € 40 miljoen tot € 50 miljoen, is nagenoeg afgerond. Het kostenniveau is ten opzichte van de peildatum 30 juni 2008 inmiddels met bijna € 47 miljoen verlaagd. De portfolio is gewijzigd, minder renderende activiteiten zijn afgestoten, niet-kernactiviteiten zijn uitbesteed en ook de doelstelling voor wat betreft het verminderen van het aantal fte's (personeelssterkte uitgedrukt in voltijdbanen) is ruimschoots gerealiseerd. Ten opzichte van medio 2008 is het aantal fte's als gevolg van bovengenoemde maatregelen afgenomen met circa 900 naar circa 2.800 fte's (-25%). De financiële baten en lasten bedroegen € 4,0 miljoen positief tegen 1,2 miljoen positief in dezelfde periode van 2009. In dit resultaat is begrepen het 6%-belang van TMG in het resultaat van ProSiebenSat1. De opbrengsten van ProSiebenSat1 stegen in het tweede kwartaal van 2010 met 9,6% naar € 761 miljoen, terwijl het netto resultaat toenam tot € 74,5 miljoen, voornamelijk vanwege een groeiende Duitse advertentiemarkt. Deze krachtige ontwikkeling is wel weerspiegeld in de beurskoers van ProSiebenSatz1 die in 2010 reeds met meer dan 90% steeg van € 8,- naar € 15,40, maar zeker niet in die van TMG. De beurskoers van TMG beweegt zich al het gehele jaar in een nauwe bandbreedte van € 13 – 14,-. TMG is nagenoeg schuldenvrij, heeft leidende posities met grote merken in meerdere relevante markten en is op vele manieren bezig met veranderende

mediaconsumptie waarin digitale media een steeds groter aandeel hebben. Naast focus op verdere kostenbesparingen werkt TMG daarom ook in de komende tijd aan groeimogelijkheden, zowel met betrekking tot de bestaande activiteiten als door middel van acquisities. De taxaties van de winst per aandeel van TMG zijn € 1,35 en € 1,60 voor 2010, respectievelijk 2011 (2009: € 0,85). Wij menen dat er een opwaarts koerspotentieel van tenminste 25% bestaat tot een niveau van € 18,-.

De groei van omzet en resultaten van **Beter Bed Holding** stagneerde in het tweede kwartaal van 2010. De omzet in vergelijkbare winkels voor de gehele groep nam in het tweede kwartaal toe met 0,8%. In het eerste kwartaal bedroeg de groei van de omzet in vergelijkbare winkels 1,4%. In Nederland begon het jaar met een sterke groei van de omzet in vergelijkbare winkels, die zich doorzette tot en met mei. Vanaf juni ontwikkelde de omzet in vergelijkbare winkels zich negatief, voornamelijk als gevolg van lagere bezoekersaantallen. De omzet in vergelijkbare winkels in het tweede kwartaal steeg in Nederland met 1,8%. In Duitsland werd dankzij goede prestaties in de maand juni in het tweede kwartaal toch nog een positieve groei van de omzet in vergelijkbare winkels van 0,5% behaald. Door het aanhoudende relatief lage consumentenvertrouwen, de grote spaarzin en de daarmee samenhangende geringe bereidheid tot het doen van grote aankopen zullen de markten onveranderd verder dalen; in Nederland kromp de markt met 9% in de eerste zes maanden van 2010. Beter Bed Holding verwacht in deze omstandigheden verder te groeien in marktaandeel. Ervan uitgaande dat de positieve trend in orderintake van de laatste weken zich in september voortzet, verwacht de directie voor het derde kwartaal een nettowinst van tenminste € 4,8 miljoen (2009Q3: € 5,8 miljoen). Over de eerste helft van 2010 boekte Beter Bed een omzet van € 178,2 miljoen (2009H1: € 167,7 miljoen) en een nettowinst van € 9,9 miljoen (2009H1: € 6,2 miljoen). Voor geheel 2010 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,25 (2009: € 1,12) en voor 2011 gaan wij vooralsnog uit van € 1,40. Op basis van de huidige beurskoers van € 16,70 wordt daarmee 12 maal de verwachte winst 2011 voor de aandelen betaald. De attractie van een belegging in Beter Bed is met name het fraaie dividendrendement van 6,6% dat rechtstreeks voortkomt uit een hoge pay out van 85%.

Het eerste halfjaar van 2010 heeft nog niet tot een zichtbare verbetering van omzet en resultaten geleid bij financieel detacheerder **DPA Groep**. De omzet daalde met 29% tot € 19,8 miljoen onder invloed van de economische recessie. De brutomarge verbeterde van 19,3% naar 21,3%, waarbij de bedrijfskosten, exclusief eenmalige kosten, met € 1,8 miljoen terugliepen tot € 5,9 miljoen (-23%). Voor geheel 2010 gaan wij uit van een verlies van circa € 4 miljoen nadat over de eerste helft dit verlies uitkwam op € 2,5 miljoen. Voor 2011 mag naar de huidige inzichten worden uitgegaan van een bescheiden positief resultaat. DPA Groep is met behulp van extra financiering van de nieuwe grootaandeelhouder Project Holland Fonds en onder leiding van een nieuwe directie, bestaande uit de heren Max Boodie en Martin Delwel, bezig aan een herstart. Wij gaan ervan uit dat DPA vanaf 2012 weer marktconforme omzet en resultaten moet kunnen overleggen. Het belang in DPA Groep bedraagt minder dan 1% van de portefeuille.

Samenstelling portefeuille

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

| Onderneming | Percentage ¹ |
|----------------------------------|-------------------------|
| Imtech | 11,4%* |
| Crucell | 10,2%* |
| UNIT4 | 9,6% |
| Hunter Douglas | 8,2% |
| Brunel International | 6,5% |
| Koninklijke TenCate | 6,5% |
| Acomo | 6,2% |
| ASM International | 6,1% |
| Neways Electronics International | 5,9% |
| LBi International | 5,6% |
| Overige 9 ondernemingen | 21,7% |
| Liquiditeiten en overige | 2,1% |
| Totaal | 100,0% |

*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

De aandelenmarkten blijven in 2010 binnen betrekkelijk nauwe bandbreedten fluctueren. De overwegend gunstige halfjaarcijfers van de genoteerde ondernemingen leggen vooralsnog te weinig gewicht in de schaal om beleggers ertoe te brengen hun belangen in aandelen uit te breiden. De vrees voor een double dip ontwikkeling van de internationale economie lijkt voorlopig de overhand te hebben. De rentevergoeding op Nederlandse staatsobligaties is inmiddels naar een recordniveau van 2,3% voor tienjaars papier gedaald. Niettegenstaande het terughoudende sentiment voor aandelenbeleggingen in algemene zin, zijn wij optimistisch gestemd ten aanzien van de perspectieven van het Add Value Fund. De door ons geselecteerde ondernemingen beschikken over toonaangevende marktposities en een zeer sterke balansstructuur, waaruit ook de komende zes maanden probleemloos (add on-) acquisities mede kunnen worden gefinancierd. De onderwaardering van onze portefeuille ten opzichte van de waardering van staatsobligaties komt goed naar voren door het dividendrendement van circa 3,5% op onze portefeuille. Wij gaan ervan uit dat een dergelijk rendement ook realiseerbaar is over het komende boekjaar, waarin de economische groei mogelijk licht zal vertragen.

Wij hebben er vertrouwen in dat de door ons samengestelde portefeuille ook in de resterende maanden van 2010 een bovengemiddeld beleggingsresultaat zal weten te genereren.

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, 8 september 2010

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen