

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2010

Inleiding

Het jaar 2010 werd afgesloten met een heuse eindejaarsrally. De AEX-Index steeg in december met 8,3% tot 354,57. De Amsterdam Midkap Index klom 9,1% naar 638,82, terwijl de Amsterdam Small Cap Index een stijging van 8,4% boekte op 507,89. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 13,4% van € 28,56 naar € 32,39. Over geheel 2010 werd een waardestijging van 51,2% gerealiseerd. De AEX, AMX, en AScX indices stegen in 2010 met respectievelijk, 9,3%, 28,8% en 16,5%.

Per 3 januari 2011 was voor een bedrag van € 49,4 miljoen belegd in 18 ondernemingen. Op die datum bedroeg het fondsvermogen € 49,7 miljoen en was er een saldo liquide middelen ter grootte van 0,7% van de portefeuille-omvang.

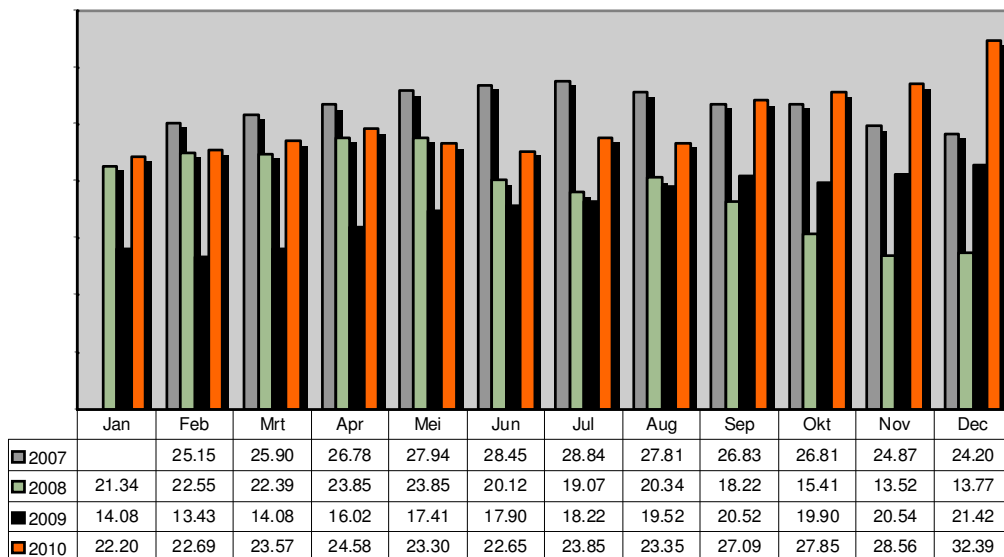
De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 3 januari 2011 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 32,55
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 32,39
Fondsvermogen	€ 49.726.718
Aantal uitstaande aandelen	1.535.478

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.
2010	+3,7	+2,2	+3,9	+4,3	-5,2	-2,8	+5,3	-2,1	+16,0	+2,8	+2,5	+13,4	+51,21	+29,56
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
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
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

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



Mutaties in de portefeuille

De bescheiden debetpositie werd in december weggewerkt. Het belang in **Crucell** werd grotendeels verkocht. Wij hebben besloten tot verkoop over te gaan, nadat op de Buitengewone Vergadering van Aandeelhouders van 10 december bleek dat er een meer dan theoretische kans is dat de bieding van Johnson & Johnson op Crucell in het laatste stadium toch neerwaarts wordt aangepast. Dit heeft te maken met de geconstateerde bacteriële besmetting van de fabriek in Korea, waar Crucell een deel van haar belangrijkste vaccins produceert. Het onderzoek naar de oorzaak van deze besmetting – en daarmee de reikwijdte van de totale schade – was op het moment van de BAVA nog niet afgerond. Wij verkochten voorts het relatieve kleine belang in **Beter Bed Holding** met een aantrekkelijke boekwinst. Kleinere verkopen vonden plaats in onder meer **Amsterdam Commodities**, **HES Beheer**, **Nedap** en **TKH Group**. Wij verwierven uit herplaatsing een belang in detacheringsgroep **The Member Company** (TMC), genoteerd op Alternext. Wij menen dat TMC in 2011 een interessante bijdrage aan de performance van het Add Value Fund kan leveren, nu de markt voor hooggeschoolde flexwerkers tekenen van een scherp herstel vertoont.

Bedrijfsnieuws

Ook in december meldde technische dienstverlener **Imtech** weer een aantal aansprekende nieuwe opdrachten. In Spanje ontving Imtech van olieproducent Repsol enkele opdrachten ter waarde van € 60 miljoen voor de technologische begeleiding van de verdubbeling van de raffinagecapaciteit. Voor British Telecom (BT) gaat Imtech de technische infrastructuur voor 'groene' datacenters in Nederland en Duitsland verzorgen. Hiermee wordt een CO-2 reductie bereikt van 40%. Imtech verkreeg bovendien een order ter grootte van € 41 miljoen van het Engelse waterbedrijf Nothumbrian Water voor de technologische oplossingen in een innovatieve biogascentrale in Howdon in het UK. Hier wordt op jaarbasis meer dan 4 MW elektriciteit opgewekt. Deze nieuwe order bevestigt de sterke positie van Imtech in de Engelse markt van waterbehandeling. In het kader van haar groeistrategie 2015 onderzoekt Imtech op dit moment de mogelijkheden voor export van deze kennis naar andere Europese landen.

Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel op € 2,10 voor 2010 (2009: € 1,92) en op € 2,50 voor 2011. Tegen de huidige beurskoers van € 28,00 wordt 11,2 maal de verwachte winst 2011 voor aandelen Imtech betaald. Imtech is momenteel de grootste holding in de portefeuille.

Het Olympisch Stadion in Kiev, waar de finale van het EK Voetbal 2012 wordt gespeeld, zal worden beveiligd met het security management systeem van **Nedap**: AEOS. Het stadion is gebouwd in 1923, maar wordt compleet gerenoveerd, waardoor het één van de grootste stadions in Europa zal worden. Naar verwachting zal het stadion gereed zijn in het najaar van 2011, het zal dan een capaciteit hebben van 77.000 plaatsen. Het ultramoderne stadion zocht een eveneens modern en geavanceerd security systeem, dat zowel de toegangscontrole als de inbraakbeveiliging voor het gehele stadion voor zijn rekening kan nemen. AEOS bleek hiervoor de perfecte match.

Ruim 400 deuren zullen beveiligd worden met de Convex Mifare lezers van Nedap, welke de toegang verzorgen voor zowel medewerkers als aannemers. Ook de publieke toegang wordt geregeld in AEOS door middel van een koppeling met het kaartverkoopsysteem. De unieke AEOS-optie Security Levels zal in het stadion worden gebruikt om te garanderen dat security managers snel en adequaat kunnen reageren op security incidenten. De Nedap TRANSIT lange afstand lezers voorzien in een comfortabele toegang naar de parkeerplaatsen, welke worden voorzien van Nedap SENSITS om de vrije parkeerplaatsen te managen. Het Nedap AEOS systeem wordt geïmplementeerd door Nedap's gecertificeerde business partner Transexpo Corporation in Kiev.

Wij taxeren voor 2010 voor Nedap een winst per aandeel van € 1,05. Voor het lopende jaar achten wij een fors herstel in de richting van de recordresultaten van 2007 en 2008 alleszins haalbaar. Toen werd respectievelijk € 2,12 en € 2,06 per aandeel verdiend. Tegen de huidige beurskoers van € 24,75 wordt aldus 11,8 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald. Omdat de onderneming traditioneel 90% van de winst als contant dividend uitkeert, bedraagt het geschatte dividendrendement alsdan 7,6%. Nedap bekleedt thans de vierde positie in de portefeuille.

Met een koersstijging van maar liefst 39% was het aandeel **ASM International** de absolute star performer in december. Deze opvallende koersstijging is volledig op het conto te schrijven van de koerssprong die 52%-deelneming ASM PT in Hong Kong in de verslagmaand maakte. De koers van ASM PT, die de backend-activiteiten van ASMI omvat, klom van

HK\$ 73,50 naar HK\$ 98,25 in december, een stijging van bijna 34%. Aan de frontend-activiteiten, die inmiddels weer zwarte cijfers schrijven, wordt op basis van de actuele koers van ASMI door beleggers een negatieve waarde van ruim € 12,- per aandeel toegekend. Wij verwachten dat deze aberratie in de loop van 2011 zal worden verholpen. Dit zou enerzijds het directe gevolg kunnen zijn van een aanstaande contante dividenduitkering van ASMI en/of anderzijds door een zelfstandige aandeleninkoop van ASMI. Het aandeel ASMI neemt thans de vijfde positie in de portefeuille in.

Op woensdag 8 december 2010 heeft **Koninklijke TenCate** een kredietfaciliteit afgesloten met een internationaal syndicaat van elf banken ter grootte van € 450 miljoen. De looptijd van deze faciliteit is vijf jaar. Hiermee vernieuwt TenCate de bestaande kredietfaciliteit die in 2007 werd afgesloten voor € 250 miljoen en in 2008 werd verhoogd naar € 400 miljoen. De nieuwe kredietfaciliteit kent een grotere flexibiliteit ten aanzien van onder meer seizoenspatronen in de Net Debt/EBITDA, die kenmerkend zijn voor bepaalde bedrijfsonderdelen, zoals de kunstgrasactiviteiten. De nieuwe kredietfaciliteit zal mede worden gebruikt ter ondersteuning van de buy & build-strategie van TenCate. Nadat het jaar 2009 voor een belangrijk deel in het teken stond van het herstellen van de balansverhoudingen (en daarbij inbegrepen menige onderhandeling met bankvertegenwoordigers), is met de nu afgesloten kredietfaciliteit feitelijk het teken gegeven voor een voortzetting van de groei die eind 2008 abrupt stakte. De beurskoers van TenCate (Materials that make a difference) sloot 2010 af op € 28,-, waarmee op jaarbasis een koersappreciatie van bijna 52% werd bereikt. Niettemin noteert TenCate nog altijd ruim 17% onder de topkoers van € 34,05 van juli 2007. Op basis van een consensustaxatie van € 2,45 van de winst per aandeel 2011 (2010tax: € 2,00) wordt momenteel 11,4 maal de verwachte winst voor aandelen TenCate betaald. In de portefeuille bekleedt de Twentse materialenproducent de zevende positie.

Er waren in december opvallende mutaties in de aandeelhoudersstructuur van drie deelnemingen van het Add Value Fund:

- Digital marketing agency **LBI International** meldde dat een van haar belangrijkste aandeelhouders, de familie Leach, haar belang met 9% heeft verkleind. Daarbij werd ontheffing verleend van de lock up die deze zomer werd overeengekomen toen LBI fuseerde met Obtineo, de houdstermaatschappij van search engine onderneming BigMouthMedia (BMM). Stephen Leach, de oprichter van BMM, verkreeg bij deze gelegenheid een pakket van 10,1% in de gecombineerde onderneming. De herplaatsing van het 9%-pakket, waarin Add Value Fund participeerde, vond plaats tegen een koers van € 1,41 per aandeel. Als gevolg van de ontheffing van de lock-up zal LBI over het vierde kwartaal van 2010 een eenmalige bate van € 3,1 miljoen rapporteren;
- Metaalbedrijf en bussebouwer VDL heeft het belang in **Neways Electronics International** met 3% uitgebreid tot ruim 27%. Volgens topman Wim van der Leegte van VDL, tevens commissaris van Neways, is VDL niet voornemens een complete overname van Neways na te streven, omdat hiermee teveel goodwill zou zijn gemoeid;
- Investeerder J.G.H.M. Niessen heeft een belang van ruim 16% genomen in **Amsterdam Commodities** (Acomo). In november maakte Deli Maatschappij bekend dat het zijn aandelenbelang van 8,4% had verkocht aan vermogende investeerders.

DPA Group (specialistische detachering) maakte bekend dat zij verkennende gesprekken voert met De Nederlandse Interim Groep B.V. (NIG) over een mogelijke samenwerking. In 2010 heeft DPA zich versterkt door een vernieuwing van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen, een emissie in mei en de overname van het 49% aandelenbelang in DPA Supply Chain People. De onderneming is hiermee gereed gemaakt om een nieuwe weg in te slaan en te profiteren van een algemeen verwacht herstel van de arbeidsmarkt. Onderzoek naar mogelijke versterking van de onderneming past in de huidige strategische oriëntatie van DPA, waaruit de verkennende gesprekken met NIG zijn voortgevloeid. De Nederlandse Interim Groep is een jong en dynamisch detacheringsbedrijf dat in korte tijd is uitgegroeid tot een succesvolle onderneming met meer dan 600 werknemers. Daarmee is NIG een stuk groter dan DPA dat momenteel circa 360 medewerkers heeft.

DPA is de kleinste holding in de portefeuille. Wij verwachten dat de onderneming na de drastische reorganisaties van 2009 en 2010 in het lopende jaar bescheiden winstgevend zal zijn. Echte waardecreatie zal pas vanaf 2012 mogelijk zijn zodra de schaalomvang van de onderneming door samenwerkingsverbanden en/of overnames/acquisities weer concurrerend is met die van andere detacheerders.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 januari 2011 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	11,7%
UNIT4	11,0%
Hunter Douglas	9,8%
Nedap	8,6%
ASM International	8,2%*
Brunel International	7,7%
Koninklijke TenCate	7,3%
LBi International	7,1%
Neways Electronics International	6,1%
Amsterdam Commodities	5,1%
Overige 8 ondernemingen	16,7%
Liquiditeiten en overige	0,7%
Totaal	100,0%

*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

Na de forse koersstijgingen van december is de aandelenmarkt in het nieuwe jaar voorzichtig van start gegaan. De technische ondertoon is niettemin uitstekend, terwijl de macro-economische vooruitzichten voor de komende maanden eveneens als gunstig mogen worden betiteld. De portefeuille van het Add Value Fund blijft intussen bovengemiddeld presteren. Op 5 januari werd een *all time high* beurskoers van € 32,99 genoteerd.

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, 6 januari 2011

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen