

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2011

Inleiding

Bij geringe omzetten werd het beleggingsjaar 2011 afgesloten met per saldo hogere koersen. In december steeg de AEX-Index met 4,3% naar 312,47. De Amsterdam Midkap-Index koerste 2,3% hoger op 467,91, terwijl de Amsterdam SmallCap Index een stijging van 1,0% boekte op 384,29.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 0,4% van € 24,90 naar € 25,00. Over geheel 2011 werd een totaal beleggingsresultaat behaald van -20,3%.

Per 2 januari 2012 is voor een bedrag van € 36,8 miljoen belegd in 14 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 36,1 miljoen. Na afwikkeling van enkele transacties wordt een debetpositie van 1,9% aangehouden.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 januari 2012 zijn als volgt:

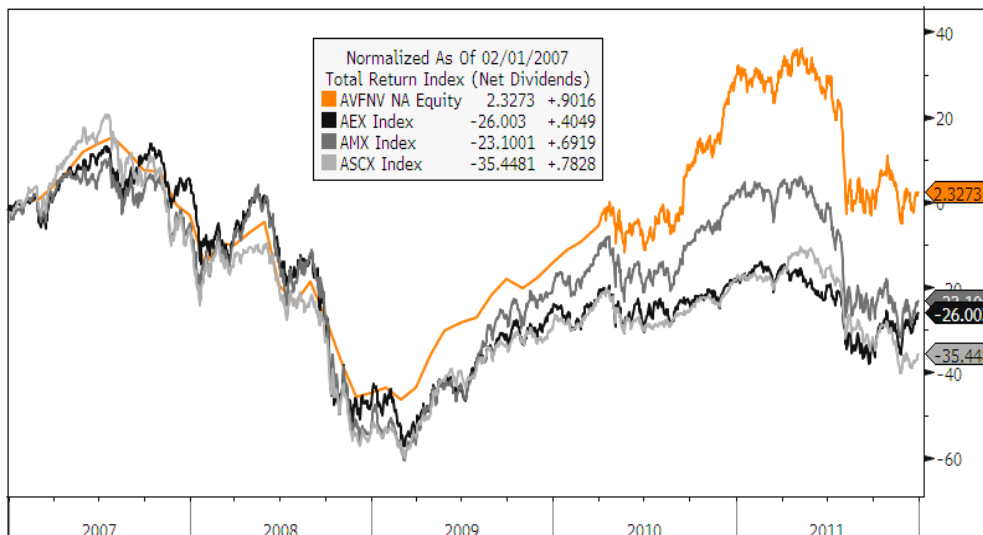
Beurskoers	€ 24,87
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 25,00
Fondsvermogen	€ 36.090.656
Aantal uitstaande aandelen	1.443.891

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	-20,34	+3,20
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	-26,00
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	-23,10
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	-35,45

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/12/2011



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/12/2011)

Peildatum: 30/12/2011

Performance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	LBI International	+8,0	+1,6	+18,4	+6,9
2.	TMC Group	+1,6	-19,3	-0,8	+5,5
3.	Acomo	-6,7	-1,5	+7,2	+1,9
4.	TKH Group	-13,6	-23,9	+11,7	+4,5
5.	ASM International	-14,1	-16,3	+21,1	+13,3
6.	Nedap	-16,6	-16,6	+6,4	+0,8
7.	Aalberts Industries	-17,7	-19,5	+15,2	+7,6
8.	Brunel International	-22,8	-25,2	-5,9	-7,8
9.	Koninklijke TenCate	-24,1	-23,9	-8,4	-1,0
10.	UNIT4	-24,5	-26,6	-0,4	-6,5
11.	Hunter Douglas	-26,7	-14,0	-3,3	+3,3
12.	Imtech	-29,5	-17,9	-5,8	+5,3
13.	Neways Electronics	-39,1	-36,3	-9,2	-10,6
14.	Macintosh Retail	-44,6	-39,2	-21,7	-7,8

- Slechts twee van de 14 ondernemingen (= 14,3%) noteren een positieve performance op een 12-maands basis;
- De als meer conjunctuurgevoelig bekendstaande ondernemingen (Brunel, Neways, Macintosh) presteerden naar verhouding minder goed in vergelijking met de breder gestructureerde bedrijven;
- In de verslagmaand realiseerden negen van de 14 ondernemingen (= 64,3%) een positieve koersperformance. Opvallend was dat enkele zwaargewichten in de portefeuille (UNIT4, Nedap, Brunel, TenCate) niet participeerden in de eindejaarsrally.

Mutaties in de portefeuille

In december werd het belang in **LBI International** enigszins verkleind. Het geringe belang in **Beter Bed Holding** werd geheel verkocht vanwege de verslechterende marktomstandigheden in Nederland, minder verhuisbewegingen, een nieuw dieptepunt in het consumentenvertrouwen en een dalende koopkracht. Gezien de lichte druk vanuit de redemptions hebben wij gemeend de accenten in de portefeuille nog verder aan te zetten. Het belang in **Koninklijke TenCate** werd vergroot, nadat de producent/distributeur van technisch textiele materialen een behoorlijke koersunderperformance op korte termijn had getoond.

Bedrijfsnieuws

Hunter Douglas (raambekleding en architectonische producten) neemt de Engelse distributeur van verpakte raambekledingsproducten Integra (omzet circa € 11 miljoen) over. Hunter Douglas is marktleider op de Engelse markt voor verpakte raambekledingsproducten via haar Sunflex divisie. De overname van Integra versterkt de positie van Hunter Douglas op deze markt.

Voorts werd gemeld dat Hunter Douglas in het kader van het aandeleninkoopprogramma in de periode 28 november t/m 30 december in totaal 114.904 eigen aandelen heeft ingekocht tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 28,14. Sinds de start van het inkoopprogramma op 27 juni 2011 heeft Hunter Douglas in totaal 303.493 eigen aandelen ingekocht tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 30,04 per aandeel, ofwel een aankoopwaarde van ruim € 9,1 miljoen. In tegenstelling tot eerdere mededelingen zet de onderneming het aankoopprogramma voort in 2012 totdat in totaal 500.000 eigen aandelen zijn ingekocht (circa 15% van de free float). De aankopen dienen ter dekking van de verplichtingen die samenhangen met in het verleden aan medewerkers verleende aandelenopties. Overigens is de impact van het inkoopprogramma op het aantal uitstaande aandelen van 35,43 miljoen beperkt. Wel dient te worden

bedacht dat de free float met minder dan 18% (grootaandeelhouder en CEO Ralph Sonnenberg houdt ruim 81% van de aandelen) niet ruim bemeten is.

Wij hanteren voor 2011 een winst per aandeel van € 2,25 en voorzien voor het lopende jaar een stijging tot € 2,50 per aandeel, gedragen door hogere omzetten en winsten in Azië en Latijns-Amerika, licht herstel in Noord-Amerika en fors lagere investeringen (2011: US\$ 125 miljoen, 2012tax: US\$ 70 miljoen). Tegen de huidige beurskoers van € 29,- wordt 11,6 maal de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald met een geprognostiseerd dividendrendement van 4,3%.

Koninklijke TenCate (ontwikkeling en productie van functionele materialen met onderscheidende eigenschappen op basis van textieltechnologie, chemische processen en materiaaltechnologie) maakte bekend dat dochter TenCate Geosynthetics wereldwijd een sterke performance laat zien met een autonome omzetgroei van circa 15%. Deze sterke performance is deels het resultaat van de introductie van nieuwe producten en een groeiende behoefte aan duurzame milieuconcepten, waterbeheer en maritieme oplossingen. De nieuwe producten spelen in op ontwikkelingen in de markten voor bodemstabilisatie en bodemversterking. De marktkansen worden als 'groot' betiteld. De Geosynthetics-groep hanteert een strategie gericht op onder meer productontwikkeling en een oplossingsgedreven marktbenadering. Vooral de TenCate Geotube en TenCate GeoDetect systemen winnen aan kracht nu eindgebruikers steeds meer aandacht krijgen voor CO₂-vriendelijke, duurzame milieuoplossingen en detectiesystemen (lekkage-, erosie- en vervormingscontrole). Dit is een trend die wereldwijd is waar te nemen. TenCate Geosynthetics heeft een gepatenteerd, geosynthetisch weefsel ontwikkeld voor bodemstabilisatie en bodemversterking. Dit nieuwe – geweven – product in de TenCate Mirafi-portfolio heeft specifieke eigenschappen die de functionaliteiten betreffende separatie-, filtratie- en drainagemogelijkheden vergroten. Onlangs zijn aan TenCate Geosynthetics enkele grootschalige milieuprojecten toegekend die gebruikmaken van TenCate GeoTube-technologie. Een daarvan is het Kai Tak-project naast het voormalige Kai Tak International Airport van Hongkong. Na twee succesvolle proeven met TenCate GeoTube is medio december 2011 een begin gemaakt met de verwijdering en het opruimen van 140.000 m³ verontreinigd slib met behulp van deze technologie. TenCate levert hiervoor een grote hoeveelheid TenCate GeoTube containers. Dit project zal eind juni 2012 worden afgerond.

TenCate maakte tevens bekend dat het alle aandelen heeft verworven in het Deense bedrijf ABDS ApS, een pionier op het gebied van de ontwikkeling en marktvoorbereiding van het TenCate ABDS active blast countermeasure system, een systeem ter bescherming van legervoertuigen tegen berrmbommen. TenCate verwacht een spoedige marktintroductie via de fabrikanten van legervoertuigen om de niveaus van overlevingsbescherming van voertuigen in crisisgebieden aanzienlijk te verhogen. Recente testen en simulaties met het ABDS-systeem zijn met succes afgerond. Gerichte voertuigtesten zijn een essentieel onderdeel van de daadwerkelijke implementatie van het systeem in de praktijk. De implementatie van het ABDS-systeem vindt volgens planning plaats in de loop van 2012 – 2013. Op basis van de goede resultaten van de testen en simulaties tot nu toe is inmiddels duidelijk dat de markt concrete belangstelling heeft voor verschillende voertuigprogramma's. Naar verwachting zal het ABDS-systeem de komende jaren een stevige versnelling van de omzetgroei van de divisie TenCate Advanced Armour teweegbrengen.

Voor 2012 houden wij vooralsnog rekening met een stabilisatie van het winstniveau van 2011 van getaxeerd € 2,50 - € 2,60 per aandeel. Voor 2013 en volgende jaren lijkt een beduidende groei van omzet en resultaten binnen bereik te liggen. Naast de verwachte inbreng van TenCate Advanced Armour moet daarbij onder andere worden gedacht aan de sterke groei van de inktactiviteiten van Xennia Technology. Tegen de huidige beurskoers van € 21,50 wordt niet meer dan 8,6 maal de getaxeerde winst voor de aandelen TenCate betaald.

Technologiebedrijf **TKH Group** heeft met een groep van banken een nieuwe gecommiteerde kredietfaciliteit van € 250 miljoen afgesloten. Deze faciliteit betreft een revolving- en standby-faciliteit met een hoge flexibiliteit ten aanzien van trekkingen en terugbetalingen. Deze nieuwe faciliteit heeft een looptijd van 5 jaar en vervangt de bestaande gecommiteerde bilaterale bankfaciliteiten van in totaal € 125 miljoen, waarvan de grootste tranche in augustus 2012 zou aflopen. De nieuwe overeenkomst kent vergelijkbare financiële convenanten ten opzichte van de oude faciliteiten, namelijk een maximale leverage ratio van 3,0 en een minimale interest coverage ratio van 4,0.

Daarnaast zijn de ongecommitteerde faciliteiten met de groep van banken vernieuwd en met € 20 miljoen verhoogd tot een totaalbedrag van € 190 miljoen.

Met deze herfinanciering is de continuïteit van de financiering voor de komende jaren gewaarborgd. De uitbreiding van de faciliteiten biedt TKH Group bovendien een basis om haar groeiambities te kunnen verwezenlijken. De kredietfaciliteit is afgesloten met zes toonaangevende internationale banken: ABN AMRO, BNP Paribas, Commerzbank, ING, Rabobank en RBS.

Tegen de huidige beurskoers van € 16,95 worden de aandelen TKH Group op circa 11 maal de getaxeerde winst 2011 gewaardeerd.

Short posities

De afgelopen maand hebben de shortposities in de aandelen uit de portefeuille van het Add Value Fund zich als volgt ontwikkeld.

	Naam Fonds	Gemiddelde dagomzet	Shortpositie 30-11-11	Shortpositie 30-12-11	Shortpositie in % dagomzet	Shortpositie in % issued shares
1.	UNIT4	56.692	400.000	442.000	780%	1,5%
2.	Imtech	488.880	7.800.000	9.250.000	1.892%	10,1%
3.	Nedap	3.335	2.000	0	0%	0,0%
4.	LBi International	139.936	110.000	N.A.	N.A.	N.A.
5.	Hunter Douglas	5.803	53.000	27.400	472%	0,1%
6.	Brunel International	54.623	180.000	92.000	168%	0,4%
7.	Koninklijke TenCate	92.038	150.000	172.000	187%	0,7%
8.	Acomo	18.907	102.000	89.500	473%	0,4%
9.	ASMI	340.331	7.200.000	6.230.000	1.831%	11,5%
10.	Aalberts Industries	387.733	1.500.000	2.520.000	650%	2,3%
11.	TKH Group	63.344	100.000	124.000	196%	0,3%
12.	Macintosh	16.124	2.800	1.868	12%	0,0%

Bron: Data Explorers, Het Financieele Dagblad

Opvallend is de verdere stijging van de shortpositie in Imtech tot meer dan 10% van het aantal uitgegeven aandelen. Voorts valt ook de stijging bij Aalberts Industries op. Beide ondernemingen boekten in december overigens een bovengemiddelde koerswinst (zie pagina 2). De shortposities in ASM International en Brunel International liepen beide terug.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 januari 2012 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	11,4%
Imtech	10,8%
Nedap	9,8%
LBi International	9,6%
Hunter Douglas	8,9%
Brunel International	8,8%
Koninklijke TenCate	8,8%
Amsterdam Commodities	7,2%
ASM International	5,7%
Neways Electronics International	5,4%
Overige 4 ondernemingen	15,5%
Liquiditeiten en overige	-1,9%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Ofschoon 2011 voor het Add Value Fund qua performance teleurstellend is verlopen, hebben de ondernemingen in de portefeuille stuk voor stuk progressie geboekt. Uitgaande van zeer gematigde verwachtingen voor 2012 met betrekking tot de economische groei in West-Europa – vermoedelijk per saldo stagnatie – en van circa 2% in de Verenigde Staten, achten wij niettemin een gewogen gemiddelde winstgroei van de ondernemingen in onze portefeuille van circa 10% een verdedigbaar scenario. Deze verwachting is gebaseerd op de sterke marktposities die de door ons geselecteerde ondernemingen in hun respectievelijke bedrijfstak innemen. Daarnaast onderscheiden deze ondernemingen zich door de succesvolle toepassing van intern ontwikkelde innovaties die, ook in een recessieve marktomgeving, garant staan voor een bestendiging van het tempo van winstgroei. Tenslotte is er het effect van waarde-toevoegende acquisities. Bij de bepaling van onze winsttaxaties voor 2012 en volgende jaren hebben wij het effect van overnames overigens buiten beschouwing gelaten. Op basis van onze winsttaxaties voor 2012 doet de portefeuille van het Add Value Fund momenteel een gemiddeld gewogen koers/winst multiple van 9,4. Het hiervan afgeleide gemiddeld gewogen dividendrendement komt thans uit op 4,3%. In historisch perspectief verdient deze waardering het predikaat “aantrekkelijk”. Het is bijvoorbeeld niet eerder voorgekomen dat het getaxeerde gemiddeld gewogen dividendrendement fors hoger ligt dan het rendement op staatsleningen. De verklaring voor de bescheiden waardering ligt onzes inziens bij de lage verwachtingswaarde die beleggers toekennen aan het daadwerkelijk realiseren van voornoemde rendementen, als gevolg van de grote onzekerheid rond de herfinanciering van schuldposities van zowel overheden als bedrijven. Daarenboven blijkt de bereidheid om met nieuw kapitaal in de aandelenmarkt te beleggen momenteel gering te zijn. Wij verwachten dat de kwalitatief goed gepositioneerde ondernemingen, die dominant aanwezig zijn in onze portefeuille, anders dan in 2011, in het komende jaar wel degelijk een positief netto totaal beleggingsresultaat zullen realiseren. Een bieding op één of meer ondernemingen uit de portefeuille sluiten wij daarbij allerminst uit.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
 Hilco Wiersma
 Karel Vogel
 Willem Burgers

Amsterdam, 5 januari 2012

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen