

MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2010

Inleiding

De aandelenmarkten verloren in november licht terrein. De onzekerheden rond de euro deden de positieve micro-berichten vanuit het bedrijfsleven teniet. Per saldo daalde de AEX-Index met 2,5% tot 327,41. De Amsterdam Midkap Index bleef nagenoeg onveranderd op 585,55, terwijl de Amsterdam Small Cap Index met 2,7% daalde tot 468,37. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 2,5% van € 27,85 naar € 28,56. Year-to-date bedraagt de waardestijging 33,3%. Per 1 december was voor een bedrag van € 47,5 miljoen belegd in 18 ondernemingen. Op die datum bedroeg het fondsvermogen € 45,8 miljoen en was er een debetpositie van 3,7%.

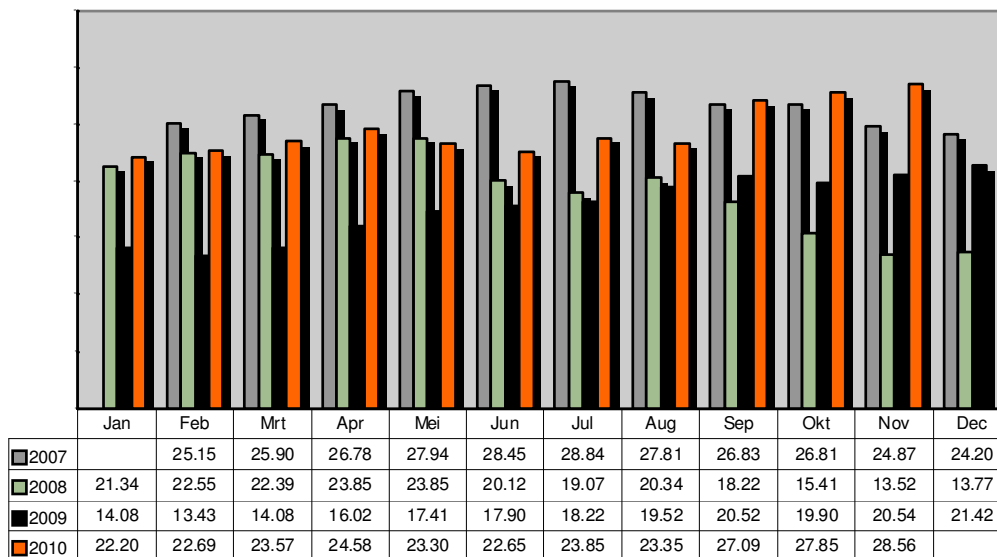
De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 december 2010 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 28,42
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 28,56
Fondsvermogen	€ 45.818.333
Aantal uitstaande aandelen	1.604.334

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		+33,33	+14,24
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 belangen in **Nedap** en **Neways Electronics International** werden licht uitgebreid. De positie in **Amsterdam Commodities** werd op een aantrekkelijk niveau met ruim 7% vergroot. Er werd gedeeltelijk winstgenomen op het belang in **Crucell**.

Bedrijfsnieuws

Imtech (technische dienstverlening in Europa en op de mondiale maritieme markt) heeft orders ontvangen voor nieuwe en bestaande schepen van de Koninklijke marine en de Belgische zeemacht ter waarde van meer dan € 28 miljoen. Damen Schelde Naval Shipbuilding (Vlissingen), bouwer van het nieuwe logistieke ondersteuningsschip 'Karel Doorman', verstrekke Imtech de opdracht voor het ontwerp, de productie, levering en implementatie van diverse technologische oplossingen aan boord van dit 'Joint Support Ship' (JSS) van de Koninklijke marine. Verder ontving Imtech opdrachten voor een technologische upgrade van het uit 1995 daterende bevoorradingsschip 'Hr. Ms. Amsterdam' van de Koninklijke marine en een technologische upgrade van twee M-fregatten van de Belgische zeemacht.

In de mondiale maritieme markt is Imtech Marine met opbrengsten van ruim € 500 miljoen (ruim 10% van de concernomzet) en circa 2.500 medewerkers één van de sterkste spelers en een onafhankelijke full service dienstverlener met integrale oplossingen voor platformautomatisering, (elektrische) voortstuwing, energieopwekking en –distributie, communicatie/navigatie, geïntegreerde (scheeps)bruggen, lucht- en klimaattechnologie en multimedia/entertainment. Imtech Marine is mondiaal actief en heeft een wereldwijd servicenetwerk van ruim 70 vestigingen in 23 landen langs alle mondiale scheepvaartroutes en bij belangrijke scheepsbouwcentra.

Imtech nam in november tevens de Zwitserse ICT-specialist Penta Group Holding AG over. Met de overname versterkt Imtech haar positie op de groeiende Zwitserse ICT-markt voor managed services. Met 20 medewerkers realiseert Penta jaarlijkse opbrengsten van ruim € 4 miljoen. De overname draagt direct bij aan de winst per aandeel.

Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel op € 2,10 voor 2010 (2009: € 1,92) en op € 2,40 voor 2011.

Tegen de huidige beurskoers van € 26,- wordt bijna 11 maal de verwachte winst 2011 voor aandelen Imtech betaald.

Imtech is momenteel de grootste holding in de portefeuille.

Hunter Douglas (raambekleding, architectonische producten) rapporteerde tevredenstellende derde kwartaalcijfers. Onderliggend was in het derde kwartaal van 2010 een lichte versnelling van de volumegroei waarneembaar tot +2,9% (eerste negen maanden 2010: +0,3%). Toch blijven de vooruitzichten voor een veel sterkere autonome groei relatief ongunstig gezien de gevolgen van de economische crisis. Derhalve lijkt Hunter Douglas (HD) vooral een aantrekkelijke winsttoename te kunnen realiseren door een verdere benutting van de schaalvoordelen van de organisatie. Hierin lijkt het management vooralsnog uitstekend te slagen. Over de eerste negen maanden van 2010 werd een nettowinst van US \$ 114,7 miljoen gerealiseerd, hetgeen een forse stijging impliceerde ten opzichte van de US \$ 39,6 miljoen van de overeenkomstige periode van 2009. De omzet steeg met 3,9% van US \$ 1.735 miljoen naar US \$ 1.802 miljoen. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2010 op € 3,50 (2009: € 1,82). Dit impliceert dat HD in het vierde kwartaal (doorgaans het beste kwartaal van het jaar) van 2010 een 5% hoger resultaat zal moeten realiseren ten opzichte van de € 1,01 per aandeel die in het vierde kwartaal van 2009 werd verdiend. Tegen de huidige beurskoers van € 32,20 worden de aandelen op een bescheiden 9,2 maal de getaxeerde winst 2010 gewaardeerd en komt het getaxeerde dividendrendement, uitgaande van een 50%-pay out, op een aantrekkelijke 5,4%. Voor 2011 voorzien wij vooralsnog een 5-10% hoger netto resultaat voor HD bij een per saldo geringe omzettoename. De aandelen HD bekleden momenteel de vierde positie in de portefeuille.

De opbrengsten over het tweede halfjaar 2010 van NV Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** zullen naar verwachting belangrijk hoger zijn dan over de overeenkomstige periode 2009, toen een omzet van € 59,7 miljoen werd gerealiseerd. Ook ten opzichte van het gehele jaar 2009 zullen de opbrengsten duidelijk tot belangrijk hoger zijn (2009: € 115,2 miljoen). De winst na belastingen zal over 2010 fors stijgen (2009: € 1,1 miljoen), ook als rekening wordt gehouden met de kosten van de in 2009 doorgevoerde reorganisatie (€ 3,5 miljoen). De financiële positie blijft met een solvabiliteit van meer dan 40% onverminderd sterk.

De meeste markten waarop Nedap actief is vertonen inmiddels weer tekenen van herstel. De prestatie van de Nedap-marktgroepen is daarbij duidelijk bovengemiddeld. De marktgroepen Healthcare, Retail Support en Security Management realiseren dit jaar zelfs hogere omzetten dan ooit tevoren. De marktgroep Healthcare groeit dit jaar sterk, omdat steeds meer zorginstellingen gebruik maken van haar diensten: een geïntegreerd, gebruiksvriendelijk pakket voor planning, registratie en informatie. De administratieve last voor zorginstellingen en hun medewerkers wordt hiermee verminderd en maakt zo meer kwalitatieve zorg mogelijk. De marktgroep Healthcare is onbetwist marktleider in de thuiszorg in Nederland op het gebied van planning en registratie. De marktgroep Retail Support (beveiliging-, beheer- en informatiesystemen) ziet haar marktaandeel groeien en verwacht dit jaar een recordomzet te realiseren. De afgelopen maanden is een aantal aansprekende opdrachten van grote retailers verworven (onder andere H&M en Galeria Kaufhof). De technologische voorsprong van het security platform AEOS van de marktgroep Security Management (systemen voor toegangscontrole, betaling, brand- en inbraakmelding, observatie en biometrie) worden door steeds meer partijen in de beveiligingswereld herkend. Door de open architectuur is de functionaliteit van AEOS vrij configureerbaar, waardoor het zeer flexibel is en snel kan worden aangepast aan veranderende eisen van de gebruiker. Tot haar klanten rekent de marktgroep grote internationale concerns die wereldwijd gebruik willen maken van hetzelfde security management systeem. Ondanks de algehele teruggang in bouwactiviteiten zullen de producten en het distributiemodel van Security Management naar verwachting dit jaar zorgen voor de hoogste omzet in het bestaan van de marktgroep. Na een behoorlijke terugval in 2009 ziet de marktgroep Agri (automatisering, beheer- en informatiesystemen voor de melkvee- en varkenshouderij) inmiddels haar opbrengsten weer stijgen. De marktgroep is ondanks de verminderde investeringsbereidheid in haar marktsegmenten blijven investeren in productontwikkeling en marktwerking. In China is een lokaal team geformeerd voor het bewerken van de omvangrijke regionale markt. Dit heeft onlangs geresulteerd in een doorbraak met de levering van automatische voerstations voor zeugen aan de Chinese Academie van Wetenschappen, een van de belangrijkste onderzoeksinstituten van de Chinese overheid. Ook AVI (Automatische Voertuig Identificatie) herstelt zich gaandeweg van de omzetsdip van het tweede halfjaar 2009. Met haar nieuwe producten voor het op afstand herkennen van voertuigen en mensen en haar uitgebreide, wereldwijde distributienetwerk, heeft zij goede perspectieven voor nieuwe groei. De opbrengsten van de marktgroepen Power Supplies (elektronische besturingen gebaseerd op vermogenselektronica voor onder andere licht, kantoorautomatisering, medische scanapparatuur, autonome energiesystemen) en Specials (elektronische besturingen voor home comfort en car comfort, alsmede aansluitapparatuur voor telecom) zullen dit jaar duidelijk hoger zijn dan in het zwakke jaar 2009. Ten opzichte van de jaren daarvoor zijn de opbrengsten echter fors lager. Dit is het gevolg van Nedap's bewuste keuze om de activiteiten in de traditionele toeleveringsmarkten te beëindigen en het accent in deze groepen volledig te leggen op het ontwikkelen en vermarkten van eigen Nedap (eind)producten. De toename van de opbrengsten voor deze twee marktgroepen in 2010 wordt mede veroorzaakt door enkele *last time buys*. Nieuwe producten, zoals de Luxon lampdriver en de PowerRouter, dragen in de tweede helft van dit jaar voorzichtig bij aan de omzet. De toeleveringsactiviteiten bedroegen enkele jaren terug ongeveer 20% van de groepsomzet. Aan het einde van dit jaar zal dit nog circa 5% zijn. Ten opzichte van 2007 impliceert dit globaal een teruggang van circa € 30 miljoen naar € 6,5 miljoen, ofwel bijna 80%. Hieruit volgt dat de omzetmix van Nedap in rap tempo verbetert: de eigen Nedap eindproducten hebben een belangrijk hogere nettomarge dan op toeleveringsactiviteiten kan worden behaald. Dit positieve effect zal overigens nog niet of nauwelijks in het lopende jaar merkbaar zijn. Door hogere uitgaven voor productontwikkeling en marktwerking en door het stroomlijnen van logistieke processen zal de doelstelling om een bedrijfswinst van minimaal 10% van de opbrengsten te behalen in 2010 nog niet worden gerealiseerd. Wij menen evenwel dat deze doelstelling in 2011 wel zal worden bereikt. Voor 2010 taxeren wij bij een omzet van € 130 miljoen een nettowinst van een kleine € 7 miljoen, per aandeel € 1,05. Voor 2011 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 € 22,- wordt aldus 10,5 maal de getaxeerde winst 2011 voor de aandelen Nedap betaald. Omdat de onderneming traditioneel 90% van de winst als contant dividend uitkeert, bedraagt het geschatte dividendrendement alsdan 8,6%. Nedap bekleedt thans de vijfde positie in de portefeuille.

Koninklijke **TenCate** rapporteerde een nettowinstgroei van 47% in het derde kwartaal van 2010. De omzet nam met 22% toe ten opzichte van hetzelfde kwartaal van 2009, van € 222,9 miljoen tot € 272,8 miljoen. De verbetering van het

resultaat werd met name gedragen door het herstel in Europa op het gebied van veiligheidsweefsels. De omzet in TenCate Defender M is gedurende het derde kwartaal toegenomen na een tijdelijke daling van de vraag (nieuwe camouflageprint). Tot en met het derde kwartaal ligt de omzet nog onder het niveau van 2009. De omzet herstelt zich echter op jaarbasis door forse groei in het lopende vierde kwartaal. De vraag naar aerospacecomposieten (Airbus, Boeing, Eurocopter) ontwikkelt zich gunstig. De divisie Geosynthetics & Grass meldde een herstel van omzet en resultaat in de Amerikaanse markt voor geosynthetics, mede als gevolg van overheidsstimulering. In Zuid-Amerika en Azië worden in dit segment de groeikansen benut. TenCate meldde in een afzonderlijk persbericht de overname van de geosynthetics-activiteiten van Emas Kiara Industries Berhad, een beursgenoteerde onderneming gevestigd in Rawang, Maleisië. Met deze acquisitie verdubbelt TenCate haar positie in deze groeiemarkt naar een geschatte jaaromzet van ruim € 70 miljoen. De TenCate Grass groep boekte een goede resultaatontwikkeling, vooral als gevolg van gunstige marktontwikkelingen in de Verenigde Staten. Het productievolume in grasvezels over de eerste negen maanden is ten opzichte van 2009 aanzienlijk toegenomen, wat illustratief is voor TenCate's toegenomen aandeel in de kunstgrasvezelmarkt. De zogenaamde downstreamactiviteiten, belangen van TenCate in marketing- en installatiebedrijven, worden sterker geïntegreerd in de TenCate organisatie, waarbij waar nodig organisatorische maatregelen worden genomen om de marktsynergie te vergroten. Dit gaat gepaard met initiële kosten. In de overige activiteiten zette TenCate Enbi (rubber rollers) de goede gang van zaken voort, mede door positieve ontwikkelingen in de wereldwijde printer- en copiermarkt. Xennia Technology (innovatieve inkjettoepassingen) boekte strategische vooruitgang, maar kreeg onvoldoende printkoppen aangeleverd. Inmiddels zijn contacten met andere leveranciers gelegd. Voor geheel 2010 handhaafde TenCate de eerder afgegeven prognose van een aanzienlijke winstgroei ten opzichte van het, overigens zeer zwakke, tweede halfjaar van 2009. CEO Loek de Vries maakte evenwel gewag van de huidige situatie op de grondstoffenmarkt, waarbij krapte wordt gesignaleerd ten aanzien van aramidevezels en sprake is van zeer sterk gestegen grondstofprijzen. Wij zien voorsnog geen aanleiding onze taxaties aan te passen. Wij handhaven een winst per aandeel van € 1,90 en € 2,40 voor 2010, respectievelijk 2011. Op basis van de laatste prognose wordt thans voor de aandelen TenCate minder dan 11 maal de verwachte winst betaald. Bij een veronderstelde pay out van 40% bedraagt het getaxeerde dividendrendement op basis van de prognose voor 2010 tegen de huidige beurskoers van € 26,- circa 2,9%. TenCate is de zesde grootste positie in de portefeuille.

Amsterdam Commodities (Acom) meldde dat de activiteiten zich in het derde kwartaal van 2010 verder positief hebben ontwikkeld. De handel was winstgevend en de resultaten bleven in lijn met de gunstige trend van het eerste halfjaar. Er was sprake van hoge volumes en stijgende commodity prijzen. Catz International bleef sterk presteren. De integratie van de nieuwe ondernemingen Van Rees Group en Red River Commodities verloopt gunstig en de resultaten waren conform de bij de acquisitie gestelde verwachtingen. Begin november werd de eerder aangekondigde acquisitie van King Nuts & Raaphorst in Bodegraven met succes afgerond. De nieuwe dochteronderneming, actief in de handel en distributie van noten en rijstcrackers, zal meteen bijdragen aan de winst per aandeel van Acom. De ondernemingsleiding bevestigde de eerdere verwachting dat 2010 opnieuw een zeer goed jaar voor aandeelhouders zal worden. Wij vertalen een en ander in een verwachte winst per aandeel van € 0,70 in 2010 en van € 1,05 in 2011. Verder meldde Acom op 23 november dat N.V. Deli Maatschappij zijn volledige participatie aandelen en converteerbare obligaties in Acom – deze waren verkregen uit de verkooptransactie van Van Rees Group en Red River – heeft verkocht aan een groep Nederlandse vermogende beleggers die bekend staan als stabiele lange termijn aandeelhouders. Deze transactie werd afgerond na consultatie tussen Deli en Acom, de oorspronkelijke lock-up periode liep pas af op 11 mei 2011. De beurskoers van Acom reageerde positief op het nieuws van de plaatsing omdat de 'overhang' van dit grote pakket aandelen niet meer boven de markt 'hangt'. Daarnaast heeft de heer Drs. Ir. J.M.M. van de Winkel zijn mandaat als commissaris bij Acom ter beschikking gesteld en heeft de Raad van Commissarissen van Acom het terugtreden van de heer Van de Winkel geaccepteerd. Tegen de huidige beurskoers van € 10,20 worden de aandelen Acom op circa 10 maal de verwachte winst voor het komende jaar gewaardeerd. Bij een voorziene pay out van 60-65% komt het dividendrendement op een aantrekkelijke 6,7%. Met een totaalopbrengst van 98% is Acom in 2010 het best presterende aandeel in de portefeuille.

Haven- en scheepvaartbedrijven **HES Beheer** heeft in het derde kwartaal van 2010 een netto resultaat van € 6,1 miljoen gerealiseerd, € 0,2 miljoen hoger dan het derde kwartaal vorig jaar. Het netto resultaat t/m september bedroeg € 16,0 miljoen, een toename van 34% in vergelijking met de eerste negen maanden van 2009 (€ 11,9 miljoen). Deze stijging is te danken aan 25% meer aanvoer van droge bulkgoederen en een onverminderd goede bezetting van de uitgebreide opslagfaciliteiten. Met name de overslag van ijzererts vertoonde een zeer fors herstel vanwege de hogere bezettingsgraad van Europese staalfabrieken, die nagenoeg weer op volle capaciteit draaien door de toegenomen vraag vanuit de industrie. De proportionele aanvoer van kolen vertoonde een geringe stijging, terwijl de aanvoer van agribulk en biomassa duidelijk hoger was dan dezelfde periode vorig jaar. Daarnaast bleef de vraag naar met name open opslag sterk. Door de toegenomen bedrijfsdruk stegen de kosten, maar deze stijging bleef beperkt tot 13,7%. De 34% groei van het cumulatieve nettoresultaat was vooral te danken aan een forse winsttoename bij EMO (HES-belang 31%) en Ovet Holding (HES-belang 33,3%), alsmede een aanzienlijke verbetering van het resultaat van 100%-dochter EBS. Ook de bijdrage van OBA (economisch belang 67%) was duidelijk hoger dan dezelfde periode vorig jaar. Het Engelse NHBS (HES-belang 100%) bleef op hetzelfde goede niveau van vorig jaar. De directie verhoogde de prognose van het jaarresultaat 2010 tot minimaal 20% hoger dan de € 16,7 miljoen van 2009. Nochtans beschouwen wij de verhoogde prognose als conservatief. Deze impliceert namelijk een nettowinst van tenminste € 4,04 miljoen over het vierde kwartaal van 2010, hetgeen vergeleken met dezelfde periode van 2009, toen € 4,8 miljoen werd verdiend, een daling van ruim 15% zou impliceren. Wanneer wordt uitgegaan van een nul-groei in het vierde kwartaal van 2010 komt de jaarwinst 2010 uit op € 20,8 miljoen, +24% ten opzichte van 2009, en bedraagt de winst per aandeel € 2,40. De vooruitzichten voor 2011 zijn met meer onzekerheden omgeven. Enige afvlakking van de groei van de wereldhandel kan zich vertalen in een lagere groei van de overslagactiviteit. Bovendien is een lagere contango in de loop van 2011 een redelijke aanname, hetgeen de huidige hoge winstgevendheid van de opslagactiviteiten iets zou reduceren. Tenslotte gaan bij het investeringsprogramma inzake de Botlek Tank Terminal (HES-belang 50%) de kosten voor de baten uit. Vandaar dat wij voor 2011 vooralsnog slechts een licht hoger netto resultaat taxeren van € 21,5 miljoen, overeenkomend met een winst per aandeel van € 2,45 (+2,5% ten opzichte WPA 2010tax). De huidige beurskoers van HES Beheer van € 32,- waardeert de onderneming op een PE-multiple van ruim 13 maal en geeft een getaxeed dividendrendement van 3,8% op basis van een veronderstelde 50%-pay out. Binnenkort publiceren wij een uitgebreide Investment Case van HES Beheer.

Ondanks gering lagere inkomsten uit advertenties en oplage heeft **Telegraaf Media Groep** (TMG) het genormaliseerde bedrijfsresultaat voor amortisatie (EBITDA) met ruim 77% verbeterd van € 8,4 miljoen over het derde kwartaal van 2009 tot € 15,0 miljoen over de vergelijkbare periode van 2010. De in december 2009 uit de markt genomen zondagkrant van De Telegraaf, de lagere papierprijs en eerder genomen kostenmaatregelen droegen in belangrijke mate bij aan deze verbetering. Bij de advertentie-inkomsten was per saldo sprake van een daling met € 2,9 miljoen (-4,9%) tot € 56,2 miljoen; tegenover circa 5% lagere advertentie-inkomsten uit printproducten stond een 2% hogere advertentieomzet uit internetactiviteiten. Over de laatste vier kwartalen ontwikkelden de advertentieopbrengsten zich als volgt: -12%, -6%, -2% en -5%. De trendbreuk in het derde kwartaal 2010 zette zich voort in oktober. Overigens zijn de advertentie-inkomsten in het tweede en vierde kwartaal doorgaans hoger dan gedurende de rest van het jaar. Het vierde kwartaal is het belangrijkste kwartaal voor de advertentie-inkomsten. De losse verkoop van dagblad De Telegraaf en de (puzzel)uitgaven van de Keesing Media Group is in het derde kwartaal belangrijk hoger. In totaal ontwikkelden de internetopbrengsten zich positief met een stijging van € 0,6 miljoen naar € 10,1 miljoen. De groei vond met name plaats bij de e-commerce activiteiten en de nieuwsgereleerde websites. De financiële baten namen toe van € 0,9 miljoen tot € 2,9 miljoen, vooral dankzij een resultaatverbetering bij ProSiebenSat1. TMG houdt een 6%-belang in ProSiebenSat1; de boekwaarde van dit belang bedroeg per 30 september 2010 € 144,4 miljoen (per aandeel ProSiebenSat1: € 11,-), terwijl de beurskoers per die datum € 17,43 was. Hieruit volgt een stille reserve van 58%, ofwel € 84,4 miljoen, overeenkomend met € 1,77 per aandeel TMG. Momenteel noteert het aandeel ProSiebenSat1 op de Duitse beurs circa € 22,-, zodat de beurswaarde van TMG's participatie precies het dubbele is van de boekwaarde.

Voor wat betreft de vooruitzichten van het bedrijfsresultaat over geheel 2010 verhoogde de Raad van Bestuur de prognose tot een genormaliseerde EBITDA-marge van tenminste 10%, waar eerder nog werd uitgegaan van een marge van tenminste 9%. De in november aangekondigde overname van sociaal netwerk Hyves is mede van invloed op deze

verhoogde prognose. Ofschoon deze acquisitie zich uit strategisch oogpunt nog moet bewijzen, zal zij naar verwachting wel direct positief bijdragen aan het resultaat. Wij taxeren een winst per aandeel TMG van € 1,25 voor 2010 en van € 1,40 voor 2011. Op basis van de prognose van volgend jaar noteren de aandelen TMG thans op 10 maal de winst, hetgeen onzes inziens een onderwaardering van tenminste 20% impliceert.

De positieve ontwikkeling van omzet en resultaat bij de **TKH Group** zette zich door in het derde kwartaal van 2010. Met name het segment Industrial Solutions liet een uitstekende ontwikkeling zien met een omzettoename van maar liefst 52%. De innovaties binnen dit segment stimuleren de vraag bij TKH's klanten door de kwaliteit- en efficiencyverbeteringen die zij kunnen doorvoeren met de geleverde oplossingen. Opnieuw kon hierdoor marktaandeelgroei worden gerealiseerd. Zowel binnen Telecom als Building Solutions werden de kosten voor innovaties en uitbreiding van de commerciële organisatie verder opgevoerd met als doel om de groei in deze segmenten te verhogen. TKH meldde voorts de overname van de activiteiten van Optelecom-NKF, leverancier van geavanceerde video-observatieoplossingen met een jaaromzet van circa € 25 miljoen. Deze acquisitie zal naar verwachting vanaf 2012 positief gaan bijdragen aan de winst per aandeel.

De omzet in de eerste negen maanden van 2010 steeg met 20,6% naar € 642,4 miljoen. Van deze stijging was 5,8% het gevolg van doorberekende hogere grondstofprijzen. De EBITA vóór bijzondere lasten over de eerste negen maanden steeg met 92,6% naar € 47,6 miljoen (2009: € 24,7 miljoen). TKH verwacht dat de nettowinst over geheel 2010 aan de bovenkant van de eerder afgegeven range van € 34 tot € 38 miljoen zal uitkomen, en tenminste € 36 miljoen zal bedragen. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,10 voor 2010 en van € 1,35 voor 2011. Tegen de huidige beurskoers van € 16,90 wordt derhalve 12,5 maal de getaxeerde winst 2011 voor de aandelen TKH Group betaald.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	11,8%*
UNIT4	10,4%
Crucell	10,1%*
Hunter Douglas	8,8%
Nedap	8,7%
Koninklijke TenCate	7,4%
Brunel International	7,0%
ASM International	6,3%*
LBi International	6,1%
Neways Electronics International	5,5%
Overige 8 ondernemingen	21,6%
Liquiditeiten en overige	-3,7%
Totaal	100,0%

**exclusief optiepositie*

Vooruitzichten

De aandelenmarkten laten in de eerste week van december een technisch herstel zien. Naar verwachting zullen de verhandelde volumes in de markt in de loop van de maand gaan afnemen, omdat institutionele beleggers de boeken gaan sluiten. Bij dunne handel kunnen zich in de laatste weken van december relatief forse koersfluctuaties in individuele aandelen manifesteren.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

De portefeuille van het Add Value Fund blijft intussen bovengemiddeld presteren. Op 3 december werd een *all time high* beurskoers van € 29,62 genoteerd. De vooruitzichten voor de aandelenmarkten in 2011 blijven onzes inziens onverminderd positief.

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, 3 december 2010