

MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2010

Inleiding

De aandelenmarkten sloten per saldo licht hoger in oktober. De sterke technische weerstanden konden echter niet worden doorbroken; de verhandelde volumes in de markt bleven op een laag niveau. De AEX-Index steeg in de verslagmaand met 0,8% tot 337,23. De Amsterdam Midkap Index klom 3,7% naar 586,94, terwijl de Amsterdam Small Cap Index met 3,9% steeg tot 482,85. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 2,8% van € 27,09 naar € 27,85. Year-to-date bedraagt de waardeinstijging 30,0%. De betreffende indices AEX, AMX en ASCX staan dit jaar respectievelijk 3,6%, 18,0% en 10,4% hoger.

Per 1 november 2010 was voor een bedrag van € 46,4 miljoen belegd in 18 ondernemingen. Op die datum bedroeg het fondsvermogen € 44,2 miljoen en bestond een debetpositie van 4,6%.

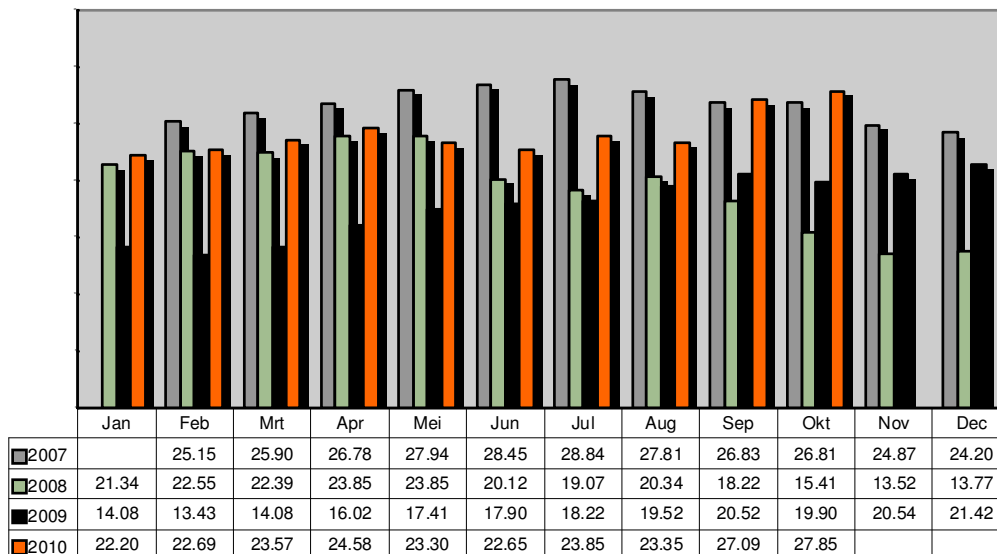
De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 november 2010 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 27,99
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 27,85
Fondsvermogen	€ 44.244.834
Aantal uitstaande aandelen	1.588.679

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			+30,02	+11,40
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 **Hunter Douglas** en **Neways Electronics** werden licht uitgebreid. De positie in **ASM International** werd vergroot via de aankoop van 12.500 synthetische aandelen door middel van een optieconstructie. Er werd gedeeltelijk winstgenomen op de belangen in **Amsterdam Commodities** en **Crucell**. De positie in **DPA Groep** werd enigszins verkleind.

Bedrijfsnieuws

Imtech (technische dienstverlening in Europa) ziet haar orderportefeuille in het derde kwartaal van 2010 verder toenemen vergeleken met dezelfde periode vorig jaar. Imtech handhaaft haar vooruitzichten voor het gehele jaar 2010 en verwacht een verdere toename van de EBITA door autonome groei en acquisities. Hoewel de marktomstandigheden nog niet over een breed front zijn verbeterd, weet Imtech een verdere groei van de orderportefeuille te bewerkstelligen in met name Duitsland en Oost-Europa, Scandinavië en in de Europese markten voor ICT en verkeersoplossingen. Er werden in 2010 tot op heden zeven acquisities gedaan die met jaarlijkse opbrengsten van circa € 270 miljoen bijdragen aan een verdere groei van de onderneming in de komende jaren. Imtech onderscheidt zich in haar acquisitiebeleid door een focus op goed presterende overnamekandidaten die geïntegreerd binnen het Imtech-portfolio niet alleen zelf extra groeien, maar ook zorgdragen voor substantiële autonome groei bij bestaande activiteiten.

Op 2 november annonceerde Imtech de middellange strategische doelstellingen voor de periode 2011 tot en met 2015. Omdat de targets voor 2012 naar verwachting reeds dit jaar zullen worden gerealiseerd was een nieuwe set van doelstellingen opportuun geworden. Het management heeft zich nu gecommitteerd aan een omzetsniveau van € 8 miljard (was: € 5 miljard) en een EBITA-marge van 6-7% (was: 6%). De na te streven groei zal naar verwachting in gelijke mate voortkomen uit autonome progressie en de bijdragen uit acquisities. Daarnaast heeft Imtech een nieuwe bankfaciliteit ter grootte van € 700 miljoen gearrangeerd. Hierdoor is een additionele financieringsruimte van € 435 miljoen gecreëerd, waaruit (mede) toekomstige acquisities kunnen worden betaald.

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 € 25,70 wordt iets meer dan 10 maal de verwachte winst 2011 voor aandelen Imtech betaald. Imtech is momenteel de grootste holding in de portefeuille.

Vaccinproducent **Crucell** schrapt de verwachtingen voor het boekjaar 2010 nu het biopharmabedrijf alle verschepingen van de vaccins Quinvaxem (kindervaccin) en Hepavax-Gene (hepatitis B) tijdelijk heeft stilgelegd. De reden voor het stopzetten van de verschepingen is de mogelijke aantasting van de steriele omgeving van Crucell's Shingal-fabriek in Zuid-Korea. De situatie wordt momenteel onderzocht, waarbij de resultaten vóór het einde van deze maand worden verwacht. Na de publicatie van de onderzoeksresultaten kunnen de verschepingen worden hervat. Crucell houdt er wel rekening mee dat de verschepingen nog beperkt zullen blijven tot en met januari 2011.

Omdat met name de verkopen van Quinvaxem zeer bepalend zijn voor de Crucell-resultaten is het aannemelijk dat de eerder voorspelde groei van omzet en resultaten voor het lopende jaar vermoedelijk niet zal worden gerealiseerd. In hoeverre deze (tijdelijke) interruptie van de uitleveringen consequenties heeft voor de thans uitstaande bieding van Johnson & Johnson op de aandelen Crucell ter hoogte van € 24,75 cash per aandeel, laat zich moeilijk inschatten. Gezien de marktreactie na publicatie van de winstwaarschuwing (28 oktober jl.) houdt de markt rekening met een discount van ten minste € 1,- per aandeel. Op 10 december a.s. zal, op verzoek van grootaandeelhouder Van Herk, een informatieve vergadering van aandeelhouders worden gehouden waarop de geïndiceerde bieding zal worden besproken. Naar verwachting zal enkele dagen eerder het officiële biedingsbericht worden gepubliceerd.

Technisch dienstverlener **TKH Group** en **Nedap** (ontwikkeling en levering van innovatieve en duurzame oplossingen op het gebied van security en elektronische besturingen alsmede automatisering-, beheer- en informatiesystemen voor organisaties) hebben gesprekken gevoerd over een mogelijk samengaan. Deze hebben uiteindelijk niet tot resultaat geleid. Het initiatief voor deze besprekingen was uitgegaan van TKH Group dat in haar strategie onder meer heeft vastgelegd de omzet uit security-oplossingen de komende jaren te willen laten groeien tot 20% van de groepsomzet (2010 taxatie: circa 12%). Na afloop van de gesprekken heeft TKH uit 'strategisch defensieve overwegingen' een belang van 5,06% verworven in het aandelenkapitaal van Nedap. Hiervoor werd een prijs van € 18,50 per aandeel

betaald. De interesse van TKH Group in Nedap is goed verklaarbaar. Behalve een strategische rationale, is er de bescheiden waardering van Nedap. Tot het moment van de toenadering van TKH was de beurskoers van Nedap dit jaar nog nauwelijks van zijn plaats gekomen. Wij menen dat Nedap een van de belangrijke kanshebbers is om in 2011 een aansprekende bijdrage aan de performance van het Add Value Fund te leveren. Wij voorzien in 2011 een winst per aandeel die moet kunnen wedijveren met de recordwinsten uit 2007 en 2008 van – per aandeel - ruim € 2,-. Omdat Nedap traditioneel 80 – 90% van de winst als contant dividend uitkeert, kan worden berekend dat TKH op de door haar betaalde aankoopkoers aanspraak maakt op een getaxeed dividendrendement van circa 10%. Nedap bekleedt momenteel de vijfde positie in de portefeuille.

TenCate Protective Fabrics USA heeft in het vierde kwartaal van dit jaar een sterke stijging geconstateerd in de vraag naar haar topproduct TenCate Defender M. In het laatste kwartaal van 2010 wordt hierin een omzet voorzien van circa \$ 60 miljoen (2009 Q4: \$ 29 miljoen). De toename in de vraag naar TenCate Defender M zal naar verwachting tot ver in het eerste kwartaal van 2011 aanhouden. Het huidige hoge omzetniveau houdt verband met de vraag van het leger en het korps mariniers van de Verenigde Staten. Hier wordt ter ondersteuning van de Operatie Enduring Freedom en de Global War on Terrorism een groot aantal uniformen uitgeleverd. Het weefsel van deze order zal worden verwerkt in het door het leger verstrekte Flame Resistant Army Combat Uniform (FR-ACU) en de door de marine verstrekte Flame Resistant Organizational Gear (FROG). Begin november rapporteert TenCate de cijfers over het derde kwartaal van 2010. Wij verwachten dat het positieve omzet- en winstmomentum dat zichtbaar was bij de halfjaarcijfers, zal worden voortgezet. De consensustaxaties van de winst per aandeel liggen op € 1,90 en € 2,30 voor respectievelijk 2010 en 2011. Op basis van de laatste prognose wordt thans voor de aandelen TenCate minder dan 11 maal de verwachte winst voor het komende jaar betaald. Op basis van een veronderstelde pay out van 40% bedraagt het getaxeerde dividendrendement op basis van de prognose voor 2010 tegen de huidige beurskoers van € 23,70 ruim 3%. TenCate is de zesde grootste positie in de portefeuille.

ASM International rapporteerde solide derde kwartaalcijfers. Zowel de omzet van € 349 miljoen als de EBIT van € 101 miljoen lagen licht boven de taxaties van analisten. De Front-end activiteiten waren voor het tweede achtereenvolgende kwartaal (licht) winstgevend. Toch reageerde de koers van ASMI enigszins negatief. Dit was terug te voeren op een lager dan verwacht orderboek. Weliswaar lag de orderingang bij Front-end royaal (+70% sequentiaal) boven de verwachtingen, dit gold niet voor de (zeer winstgevende) Back-end divisie waar een seizoensmatige -6% werd genoteerd. Als gevolg van deze, naar verwachting tijdelijke, correctie werden de meeste winsttaxaties (met name die van 2011) licht verlaagd. Op basis van een consensusprognose van € 2,45 en € 2,40 winst per aandeel voor 2010, respectievelijk 2011, wordt thans slechts 7,4 maal de getaxeerde winst (2011) voor de aandelen ASMI betaald. De attractie van een belegging in ASMI wordt naar onze mening vanaf volgend jaar versterkt door de waarschijnlijkheid van een uit te keren contant dividend. Daarbij noteert het aandeel nog altijd een substantiële discount van ruim 30% ten opzichte van de waarde die beleggers toekennen aan het 52,6% -pakket dat ASMI in Back-end producent ASM PT houdt met een beursnotering in Hongkong. Naar onze verwachting wordt 2011 het jaar waarin deze discount (deels) zal worden ingelopen. Alsdan zou een fair value van ten minste € 26,25 per aandeel kunnen worden bereikt.

In het derde kwartaal ontwikkelden de activiteiten van **Aalberts Industries** zich voorspoedig, in lijn met de eerste zes maanden van 2010. Deze positieve ontwikkeling was met name te danken aan de volumestijging in diverse markten, de in 2009 genomen maatregelen ter verbetering van de efficiency en de toename van de toegevoegde waarde marge. In Industrial Services tekende zich de afgelopen drie maanden een volumestijging in vele markten af. Verbetering van de efficiency en organisatie leidde tot een verdere toename van het resultaat. Het aantal opdrachten van klanten in de halfgeleider-, automobiel- en precisiemachinebouwindustrie nam toe, terwijl de luchtvaartindustrie de eerste tekenen van herstel vertoonde. Ook bij Flow Control was sprake van een volumestijging. In Oost-Europa, inclusief Rusland, liep het activiteitsniveau op. In Noord-Amerika en West- en Noord-Europa zette de trend van de eerste maanden zich voort, terwijl in Zuid-Europa nog geen verbetering te zien was. Flow Control wist haar marktposities te versterken door zowel extra energie in cross-selling te steken als de succesvolle marktintroductie van een aantal nieuwe producten en systemen. De in juli 2010 overgenomen onderneming Conbraco Industries in de Verenigde Staten met een jaaromzet

van \$ 200 miljoen en meer dan 1.000 medewerkers, leverde direct een bijdrage aan de winst per aandeel. Hoewel een aantal van de markten nog niet is hersteld tot op het niveau van vóór de financieel economische teruggang, wordt voor geheel 2010 – onvoorziene omstandigheden daargelaten – een forse (> 45%) verbetering van het resultaat verwacht ten opzichte van 2009. Door de aanhoudend scherpe focus op winstgevendheid, werkkapitaal- en kostenbeheersing blijven solide balansverhoudingen gehandhaafd. De consensustaxaties van de winst per aandeel 2010 en 2011 bedragen respectievelijk € 1,05 en € 1,20. Wij menen dat met name de prognose voor het komende jaar conservatief is. Wanneer Aalberts Industries erin slaagt aanvullende acquisities te verrichten, met name in de Verenigde Staten, is een versnelling van de verwachte winstgroei aannemelijk. Op basis van de huidige beurskoers van € 13,70 wordt thans 11,4 maal de getaxeerde winst 2011 voor aandelen Aalberts Industries betaald.

De omzet van **Sligro Food Group** over de eerste drie kwartalen (39 weken) beliep € 1.668 miljoen, een toename van 2,0% (Q3: 0,7%) ten opzichte van de omzet van € 1.635 miljoen in 2009. De autonome omzetgroei komt voor de negenmaands periode uit op 4,0% (Q3: 2,4%). Bij Foodretail beliep de toename van de identieke consumentenomzet 4,6% (Q3: 5,5%), bestaande uit 6,0% voor EMTÉ (Q3: 7,4%) en 1,3% voor de kleinere Golf-formule (Q3: 0,9%). Hiermee presteert EMTÉ ruimschoots beter dan de markt en houdt Golf de markt bij. Door de recente overname van Sanders Supermarkten neemt het aantal supermarkten verder toe met 22 vestigingen (+19%). Deze zullen vanaf het vierde kwartaal van 2010 in de cijfers worden meegenomen. Na afsluiting van de ombouwprogramma's in 2011, van de daarvoor in aanmerking komende vestigingen, zal Food Retail over circa 130 EMTÉ-supermarkten beschikken. Binnen Foodservice beliep de autonome omzetgroei 3,5% (Q3: 0,7%), waarmee ook hier de markt duidelijk werd verslagen. De sterke groei in het convenience-/petrolsegment uit 2009 en de eerste helft van 2010 stabiliseerde zoals verwacht vanaf het derde kwartaal. De afvlakking van de groei bij Foodservice hing ten dele ook samen met het matige zomerweer. Het management onthoudt zich van een concrete voorspelling van de jaarresultaten. Wel wordt gesteld dat de marktomstandigheden in de rest van 2010 uitdagend zullen blijven. De foodmarkt toont geen duidelijke signalen van herstel, de foodconsument houdt de hand nog op de knip en bovendien kenmerken Sligro's markten zich door pittige prijsconcurrentie, mede als gevolg van wijzigende concurrentieverhoudingen. De consolidatie van Sanders Supermarkten in het vierde kwartaal zal tot een extra omzet leiden van circa € 25 miljoen. Daar staat tegenover dat de 53ste week in 2009 een extra omzet opleverde van € 40 miljoen. Voor geheel 2010 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,80 (2009: € 1,68), terwijl wij voor 2011 uitgaan van € 2,00 (+11%). Tegen de huidige beurskoers van € 23,80 wordt daarmee circa 12 maal de getaxeerde winst 2011 voor de aandelen Sligro Food Group betaald. Wij beschouwen Sligro als een eersteklas defensieve belegging met aantrekkelijke perspectieven op middellange termijn.

In het derde kwartaal van 2010 realiseerde **Beter Bed Holding** een netto winst van € 6,2 miljoen (2009Q3: € 5,8 miljoen) bij een omzet van € 94,0 miljoen (2009Q3: € 91,9 miljoen). Bij de publicatie van de halfjaarcijfers 2010 in augustus werd nog uitgegaan van een netto winst in het derde kwartaal van ten minste € 4,8 miljoen. Doordat de omzet zich vanaf augustus herstelde en de brutomarge steeg wist Beter Bed haar resultaat verder te verbeteren. De winst per aandeel over de eerste negen maanden bedroeg € 0,75 (eerste negen maanden 2009: € 0,57). Beter Bed keert zoals gebruikelijk na het derde kwartaal een interim dividend uit. Ditmaal wordt € 0,47 per aandeel uitgekeerd tegen € 0,35 vorig jaar, hetgeen een stijging van 34% impliceert. Als de huidige trends in consumentenvertrouwen en omzetonwikkeling zich in het vierde kwartaal in Beter Bed's belangrijkste markten voortzetten, verwacht het management voor geheel 2010 een circa 10% hogere nettowinst te kunnen behalen dan in 2009 (€ 23,9 miljoen). Dit correspondeert met een winst per aandeel van € 1,22 (2009: € 1,12). Omdat Beter Bed traditioneel een hoge pay out hanteert, kan een dividendprognose van € 1,10 per aandeel worden aangehouden. Zodoende noteert het aandeel Beter Bed Holding tegen de huidige beurskoers van € 19,- op 15,6 maal de getaxeerde winst 2010 en komt het verwachte dividendrendement op 5,8%. Voor 2011 gaan wij uit van een bescheiden verdere winsttoename van 5-10%. De attractie van de belegging in Beter Bed Holding is met name gelegen in het aantrekkelijke dividendrendement.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Crucell	11,3%*
Imtech	11,2%*
UNIT4	11,0%
Hunter Douglas	10,5%
Nedap	7,7%
Koninklijke TenCate	7,0%
LBi International	6,6%
Brunel International	6,5%
ASM International	6,2%*
Neways Electronics International	5,5%
Overige 8 ondernemingen	21,1%
Liquiditeiten en overige	-4,6%
Totaal	100,0%

*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

De cijfers over het derde kwartaal van 2010 van de ondernemingen in de portefeuille onderbouwen een positieve en goede uitgangspositie voor 2011. Ofschoon de waarderingen van de deelnemingen de laatste twee maanden licht zijn gestegen, menen wij dat er nog een fors koerspotentieel aanwezig is. Wij zien de toekomstige ontwikkelingen dan ook met veel vertrouwen tegemoet.

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, 4 november 2010

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen