

MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2011

Inleiding

De maand oktober stond in het teken van een breed technisch koersherstel op de aandelenmarkten. Aan het eind van de verslagmaand werd op hoofdlijnen overeenstemming bereikt over een herstructurering van de Griekse staatsschuld, alsmede over de gewenste herkapitalisatie van betrokken Europese banken. Dit leidde tot een scherpe *relief rally* in de laatste dagen van de verslagmaand. De AEX-Index steeg uiteindelijk met 9,8% naar 307,50. De stijging van de Amsterdam Midkap bedroeg 4,3% op 485,96, terwijl de Amsterdam Smallcap Index 4,4% hoger eindigde op 426,95. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 6,8% van € 24,85 naar € 26,55. Year-to-date bedraagt het netto beleggingsresultaat -15,6%.

Per 1 november 2011 is voor een bedrag van € 39,9 miljoen belegd in 16 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 40,1 miljoen, waarvan 0,3% als liquiditeit wordt aangehouden.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 november 2011 zijn als volgt:

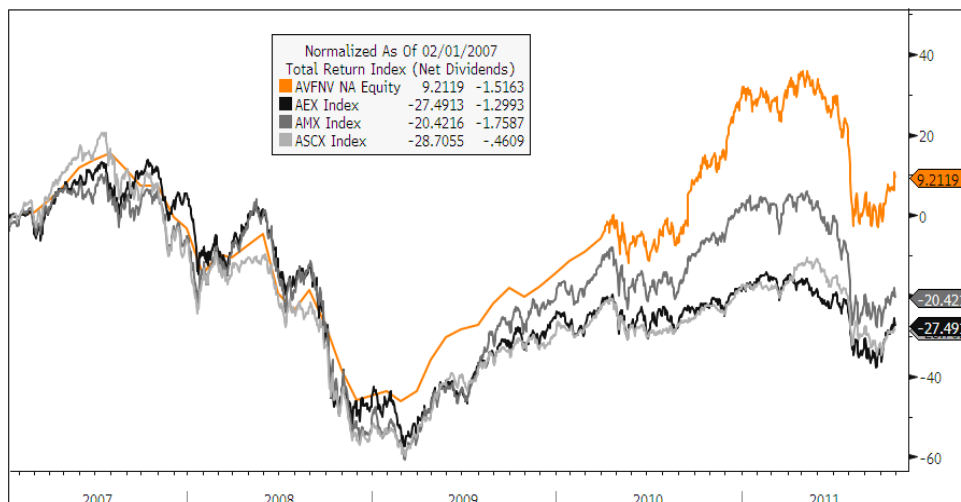
Beurskoers	€ 26,42
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 26,55
Fondsvermogen	€ 40.060.586
Aantal uitstaande aandelen	1.509.000

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	-15,56	+9,40
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-10,69	-27,49
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-21,94	-20,42
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-12,80	-28,71

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/10/2011



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/10/2011)

Peildatum: 31/10/2011

Performance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TMC Group	+34,0	-15,8	-17,8	+0,5
2.	Brunel International	+18,4	-23,8	-10,5	+7,8
3.	ASM International	+11,3	-30,4	+2,5	+8,6
4.	Acomo	+ 8,2	-6,2	+3,7	+7,1
5.	LBI International	+7,7	-13,7	-6,0	+7,0
6.	Koninklijke TenCate	+4,8	-20,4	+2,5	+7,1
7.	Nedap	+2,5	-16,7	-12,4	+9,0
8.	TKH Group	0,0	-15,1	-11,4	+18,0
9.	Aalberts Industries	-2,6	-25,1	-6,0	+13,6
10.	UNIT4	-4,9	-19,1	-11,5	+11,5
11.	Hunter Douglas	-7,7	-8,1	+3,6	+10,7
12.	Imtech	-11,3	-16,5	-4,9	+0,8
13.	Beter Bed Holding	-22,1	-30,2	-14,2	+8,6
14.	Neways Electronics Int.	-22,3	-31,0	-21,9	+3,4
15.	Macintosh Retail Group	-29,8	-38,7	-23,9	-10,7
16.	DPA Group	-65,3	-52,0	-39,7	+10,1

- Op 12-maandsbasis noteert het Add Value Fund -4,7%. De top-3 fondsen uit de portefeuille (**UNIT4**, **Imtech**, **Hunter Douglas**) hebben op jaarbasis elk een mindere performance gerealiseerd;
- Opvallend is het sterke koersherstel van de meer cyclische ondernemingen **Aalberts Industries**, **ASM International** en **TKH Group** in de verslagmaand;
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een voorsprong ten opzichte van de relevante Nederlandse indices.

Mutaties in de portefeuille

In oktober werden de posities in **ASM International**, **DPA Groep**, **Hunter Douglas** en **Imtech** enigszins gereduceerd. De belangen in **Beter Bed Holding** en **TMC Group** werden licht uitgebreid.

Bedrijfsnieuws

Imtech (technische dienstverlening in Europa en op de mondiale maritieme markt) ziet de orderportefeuille in het derde kwartaal 2011 in vergelijking met dezelfde periode van 2010 verder toenemen. Imtech handhaaft de vooruitzichten voor het gehele jaar 2011 en verwacht een verdere toename van de EBITA door een combinatie van autonome groei en acquisities. Tevens handhaaft Imtech haar lange termijn strategisch plan om in 2015 te komen tot een opbrengstenniveau van € 8 miljard bij een operationele EBITA-marge van 6-7%. Met het bereiken van deze groeidoelstelling wordt goede vooruitgang geboekt. Zo zijn in 2011 tot op heden 14 winstgevende acquisities gedaan met totale opbrengsten op jaarbasis van circa € 430 miljoen. Dit leidt op termijn tot extra groei zowel bij de overgenomen ondernemingen als bij de rest van de Imtech-portefolio.

Volgens CEO René van der Bruggen weet Imtech zich ook onder uitdagende economische omstandigheden prima staande te houden. Vooral in Duitsland en Oost-Europa, de Nordic (Zweden, Noorwegen en Finland) en in de Europese markten voor ICT en Traffic kwam verdere groei van de orderportefeuille tot stand. In het Verenigd Koninkrijk heeft Imtech zich door twee acquisities (Inviron en Smith UK, gezamenlijke omzet € 210 miljoen, 1.370 medewerkers) aanzienlijk versterkt, hetgeen ook een positief effect heeft op de bestaande business. Mede hierdoor, maar ook autonoom, ontwikkelt Imtech zich in het Verenigd Koninkrijk en Ierland goed. In Spanje ligt de orderontvangst, vooral door het nagenoeg stilvallen van de gebouwenmarkt, op een lager niveau. In de Benelux presteert Imtech redelijk in de markten van industrie en infra, maar valt de orderingang in de gebouwenmarkt opnieuw terug. In de mondiale maritieme

markt is nog steeds sprake van aarzeling in de nieuwbouwmarkt voor olie en gas, hetgeen deels wordt gecompenseerd door deelname aan internationale marineprogramma's en groei in de markt van services.

Voor geheel 2011 handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel op € 2,15 (2010: € 2,00), waarmee de aandelen Imtech tegen de huidige beurskoers van € 21,60 op circa 10 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. Omdat, naar zeggen van de onderneming, alle in 2011 overgenomen bedrijven direct bijdragen aan de groei van de winst per aandeel, mag voor 2012 op een verdere groei van de winst per aandeel worden gerekend. Wij hanteren een taxatie van een winst per aandeel € 2,35 voor 2012. Uitgaande van een pay-out van 34% wordt alsdan € 0,80 dividend per aandeel uitgekeerd, overeenkomend met een getaxeerd dividendrendement van 3,7%.

Ondanks de economische onzekerheid waren de resultaten van **UNIT4** (bedrijfssoftware) over het derde kwartaal van 2011 in lijn met die van het eerste halfjaar. De omzet kwam uit op € 102,5 miljoen, een organische groei van 3% ten opzichte van hetzelfde kwartaal van vorig jaar. De EBITDA steeg met 2% naar € 20,5 miljoen, hetgeen een operationele marge van 20% tot gevolg had. Met name de licentie-omzet in Scandinavië, Noord-Amerika en Azië groeide sterk met meer dan 20%. De joint venture FinancialForce.com, waarin UNIT4 een meerderheidsbelang heeft, presteerde boven verwachting met een groei van 500% in de maand september ten opzichte van de maand september in 2010. Dit betekent een versnelling ten opzichte van de groei van 400% (groei van de maandelijkse run rate) van eind 2010. FinancialForce.com zal naar verwachting vanaf 2013 aan de winst van UNIT4 gaan bijdragen. Tot die tijd worden de resultaten van UNIT4 gedeflatteerd door de aanloopkosten van de joint venture. Voor geheel 2011 handhaafde het management haar prognose van een EBITDA van € 100 – 105 miljoen, exclusief het (negatieve) resultaat van FinancialForce.com en eventuele reorganisatielasten. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2011 op € 1,80 (2010: € 1,52). De aandelen UNIT4 worden tegen de huidige beurskoers van € 20,50 verhandeld tegen een bescheiden multiple in de sector van 11,4.

Hunter Douglas, wereldmarktleider in raambekleding met onder andere het Luxaflex-merk, maakte twee kleinere acquisities bekend. Dochteronderneming Artex in Aarle-Rixtel, veredelaar van interieurtextiel, heeft zich versterkt met de rechten op het Duitse merk ADO voor de Benelux. ADO is een bekende Duitse fabrikant en distributeur van gordijn- en decoratiestoffen. Sinds 1954 is ADO, acroniem voor AschenDorf/Deutschland Gardinen- und Dekorationsstoffe, actief als internationaal opererende familieonderneming. Wereldwijd telt ADO 1.100 medewerkers, waarvan de helft werkzaam is op de thuisbasis Aschendorf (Noord-Duitsland). Op een productieoppervlakte van 80.000 m² wordt jaarlijks 150 miljoen kilometer garen verwerkt tot gordijn- en decoratiestof. ADO zal in de Benelux onderdeel worden van de merkenportefeuille van Artex, die verder bestaat uit de merken Artelux, Kendix, de Ploeg en Your Edition. ADO Benelux zet jaarlijks € 8,5 miljoen om. Hunter Douglas heeft ook Diflex overgenomen, een bedrijf uit Portugal dat raambekledingsproducten maakt. Hiermee wordt de positie op het Iberisch schiereiland op het gebied van raambekleding en zonwering versterkt. De jaaromzet van Diflex bedraagt € 6 miljoen per jaar die met 45 medewerkers wordt gerealiseerd.

In het kader van het aandeleninkoopprogramma verwierf Hunter Douglas in de periode 3 t/m 28 oktober in totaal 50.770 aandelen tegen een gemiddelde koers van € 31,39 per aandeel. Sinds de start van het programma heeft Hunter Douglas inmiddels voor een bedrag van € 3.780.672,- eigen aandelen ingekocht, ofwel 119.783 aandelen à € 31,56 per aandeel. Hiermee is circa 24% van het maximaal in te kopen aantal aandelen (500.000) teruggekocht.

De derde kwartaalcijfers van **LBI International** (digitale marketing- en technologiediensten) overtroffen de verwachtingen van analisten. De omzet steeg met 8,0% van € 44,8 miljoen naar € 48,4 miljoen. De EBITDA verbeterde van € 7,4 miljoen tot € 8,0 miljoen, een toename van 8,1%. De EBITDA-marge bleef in het derde kwartaal stabiel op 16,5%. Over de eerste negen maanden nam de omzet met 9,8% toe van € 130,1 miljoen naar € 142,9 miljoen en steeg de EBITDA van € 20,7 miljoen naar € 23,2 miljoen (+ 12%). Volgens CEO Luke Taylor ontwikkelen alle markten zich gunstig ondanks de toenemende economische spanningen. De bestedingen door bedrijven in de categorieën CRM, mobiel en social media marketing groeien momenteel sterk, wat ten koste gaat van de traditionele categorieën als offline marketing/print. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2011 op € 0,15 per aandeel en taxeren een verdere toename tot € 0,17 voor 2012. De aandelen LBI International noteren tegen de huidige beurskoers van

€ 1,50 derhalve op circa 10 maal de verwachte winst van het lopende jaar. Voor een uitgebreidere analyse van LBI International verwijzen wij naar ons maandbericht van september (pagina 4).

De derde kwartaalcijfers van **ASM International** (toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie) gaven een wisselend beeld te zien. In vergelijking met het tweede kwartaal 2011 daalde de omzet met 20,6% van € 474 miljoen naar € 376,1 miljoen. Het voor een nettobate van € 98 miljoen (opwaardering SEAS-overname van Siemens) gecorrigeerde nettoresultaat van € 31 miljoen kwam uit aan de onderkant van de range van analistenverwachtingen. De Front-end activiteiten presteerden beduidend beter dan verwacht. Op een omzet van € 104 miljoen werd een EBIT van € 12,2 miljoen gerealiseerd, hetgeen een fraaie marge van 13% tot gevolg had. Daarentegen deden de Back-end activiteiten het veel minder goed dan verwacht. Hier werd, exclusief de bate, een EBIT van € 38 miljoen behaald, waar analisten gemiddeld uitgaven van € 70 miljoen. Tenslotte bedroeg de orderportefeuille aan het einde van het derde kwartaal € 397 miljoen, wat weer belangrijk hoger was dan de marktconsensus van € 350 miljoen. Het management voorspelt voor het vierde kwartaal lagere omzetten in beide activiteiten en heeft zeer beperkt zicht op de verwachte ontwikkelingen in de eerste helft van 2012. Deze prognose is op hoofdlijnen gelijk aan die van andere grote spelers in de halfgeleiderindustrie. Naar verwachting zal na het Chinese Nieuwjaar meer duidelijkheid komen over de progressie in eindmarkten voor het komende jaar. Gezien de beter dan verwachte performance van de Front-end activiteiten, met nu al zes kwartalen double-digit marges, komt de lage some-of-the parts waardering van het aandeel ASM International in toenemende mate als merkwaardig over. De beurswaarde van ASMI's 52,3%-belang in ASM PT (Hongkong) bedraagt thans € 1.590 miljoen, terwijl de beurswaarde van geheel ASMI inclusief de goed winstgevende Front-end activiteiten op slechts € 1.140 miljoen uitkomt. Deze abberatie lijkt geleidelijk tot aandeelhouders door te dringen. In de verslagmaand wist het aandeel ASM International met een koersstijging van 8,6% een deel van de grote koersverliezen van de voorgaande maanden in te halen.

In het derde kwartaal van 2011 hebben de activiteiten van **Aalberts Industries** (Industrial Services, Flow Control) zich goed ontwikkeld dankzij de solide orderpositie, de actieve marktbenadering gepaard gaande met productintroducties en de start van diverse investeringsprojecten. Er werd tevens veel aandacht besteed aan het continu verbeteren van de efficiency. In Industrial Services werd de markttrend van het eerste halfjaar in bijna alle markten voortgezet, met uitzondering van de halfgeleidermarkt die vertraagde in het derde kwartaal. Mede door uitbreidingsinvesteringen van verschillende klanten continueerde de automobiemarkt de goede trend. Ook de precisiemachinebouw en de turbine-industrie bleven gunstig, terwijl de metalectro-, energie- en defensiemarkten een vergelijkbaar beeld met het eerste halfjaar lieten zien. De markten voor Flow Control toonden een aanhoudend gemengd beeld. Gunstige ontwikkelingen waren er op het gebied van stadsverwarming, gas, bier & frisdranken, brandbeveiliging, energie-efficiënte systemen en in diverse industriële markten. In de nieuwbouw en in Zuid-Europa bleven de marktomstandigheden moeilijk. Flow Control continueerde de intensivering van cross-selling, innovatie van bestaande en nieuwe producten en het key-account management. Aalberts Industries handhaafde de prognose voor geheel 2011. Onvoorziene omstandigheden daargelaten zullen omzet en winst per aandeel naar verwachting stijgen. Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel 2011 en 2012 op respectievelijk € 1,35 en € 1,45. De aandelen Aalberts Industries noteren tegen de huidige beurskoers van € 12,25 op circa 9 maal de verwachte winst 2011.

De omzet van **Macintosh Retail Group** kwam in het derde kwartaal van 2011 € 14,5 miljoen hoger uit dan in dezelfde periode van 2010. De omzet van de sector Fashion steeg met € 15,0 miljoen tot € 187,6 miljoen. Zonder de omzet van het begin 2011 overgenomen Jones Bootmaker was echter sprake van een omzetsdaling van € 11,4 miljoen. Deze daling werd voor een behoorlijk deel opgelopen in de laatste twee weken van september, toen sprake was van voor de schoenenverkoop zeer ongunstige (warme) weersomstandigheden. De omzet van Kwantum (Living) kwam uit op nagenoeg hetzelfde niveau als in 2010, hetgeen door de onderneming "een goede prestatie" werd genoemd. De procentuele marge stond in het derde kwartaal onder druk door actiekortingen die nodig waren om de achterblijvende verkopen te stimuleren. Vanwege de omzet- en margedaling bij de vergelijkbare activiteiten en aanloopkosten van nieuwe initiatieven, zoals de online schoenenwebshop Intreza.nl en Steve Madden, kwam het bedrijfsresultaat van Macintosh aanmerkelijk lager uit dan in het uitstekende derde kwartaal van 2010. Door de afronding van de verkoop

van BelCompany (bruto opbrengst: € 120 miljoen) is de financiële positie van Macintosh uitstekend te noemen. De start van het vierde kwartaal werd door de Raad van Bestuur als redelijk betiteld. Desondanks lijkt het niet waarschijnlijk dat dit een voorbode is van betere marktomstandigheden in de resterende maanden van het jaar. In het vierde kwartaal wordt traditioneel het grootste deel van het bedrijfsresultaat gerealiseerd en het is niet uitgesloten dat de laatste maanden van het jaar nog voor een verrassing zorgen. Desalniettemin zal het bedrijfsresultaat van de te continueren activiteiten in 2011 (inclusief een eenmalige pensioenlast) naar verwachting fors achterblijven bij het recordjaar 2010, vanwege de inmiddels opgelopen achterstand. Daarbij speelt tevens het goede resultaat van het vierde kwartaal 2010 met toen vroeg intredend winterweer, een belangrijke rol. De totale nettowinst over geheel 2011 zal volgens de huidige inzichten ruim verdubbelen ten opzichte van 2010 (€ 40,1 miljoen) vanwege de opbrengst van de verkoop van BelCompany. Omdat ten tijde van de verkoop van BelCompany aan Vodafone is medegedeeld dat er een netto resultaatbijdrage tussen € 85 en 90 miljoen uit zou voortkomen, is deze prognose van het management als uiterst conservatief te betitelen. Exclusief de verkoopopbrengst van BelCompany taxeren wij een winst per aandeel van € 0,60 voor geheel 2011 (2010: € 1,62). Voor 2012 hanteren wij vooralsnog een winst per aandeel van € 1,35. Tegen de huidige beurskoers van € 11,70 worden de aandelen Macintosh Retail Group derhalve gewaardeerd op 8,7 maal de verwachte winst voor het komende jaar.

Ook **Beter Bed Holding** werd geconfronteerd met moeilijke marktomstandigheden in het derde kwartaal. In Nederland groeide de omzet in het derde kwartaal met 5% als gevolg van de sterke orderingang in de maanden juni en juli. Vanaf augustus ontwikkelde de orderingang zich echter sterk negatief in lijn met het sterk dalende consumentenvertrouwen als gevolg van onder andere de crisis op de financiële markten. Daarentegen is het Duitse consumentenvertrouwen over de afgelopen maanden vrijwel ongewijzigd en nagenoeg niet beïnvloed door het tumult op de financiële markten. In deze markt was Beter Bed in staat om door sterke promoties en de toename van het aantal filialen een groei van de omzet van 13% te realiseren in het derde kwartaal.

De omzet van Beter Bed Holding groeide in het derde kwartaal met 10,2% van € 94,0 miljoen naar € 103,6 miljoen, mede door een toename van het aantal filialen met ruim 6%. De EBIT steeg met 15,4% van € 8,4 miljoen naar € 9,7 miljoen. Over de eerste negen maanden van 2011 vertoonde de omzet een groei van 6,2% van € 272,1 miljoen tot € 289,1 miljoen en steeg de EBIT met 11% van € 21,6 miljoen naar € 24,0 miljoen. Het management signaleert dat in Nederland de negatieve orderingang zich voortzet in oktober, terwijl deze in Duitsland nog steeds positief blijft. Gegeven deze omstandigheden houdt Beter Bed Holding voor het vierde kwartaal rekening met een lager resultaat vergeleken met het vierde kwartaal 2010 (€ 11,9 miljoen). Wij hanteren voor geheel 2011 een winst per aandeel van € 1,35 (2010: € 1,30), waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 14,30 worden gewaardeerd op 10,6 maal de verwachte winst. Omdat Beter Bed Holding traditioneel een hoge pay-out hanteert, bedraagt het geschatte dividendrendement thans 8,4%, uitgaande van een contante uitkering van 90%.

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 30-9-11	Shortpositie 31-10-11	Shortpositie in % dagomzet	Shortpositie in % # issued shares
1.	UNIT4	59.635	320.000	450.000	754%	1,5%
2.	Imtech	531.314	3.800.000	2.000.000	376%	2,2%
3.	Hunter Douglas	4.914	6.000	13.000	265%	0,0%
4.	Brunel International	56.622	200.000	190.000	336%	0,8%
5.	Nedap	3.230	2.000	2.000	62%	0,0%
6.	LBi International	170.193	115.000	115.000	68%	0,1%
7.	Koninklijke TenCate	76.923	130.000	149.000	194%	0,6%
8.	Acom	22.055	120.000	130.000	589%	0,6%
9.	ASMI	393.848	7.000.000	6.500.000	1.650%	12,0%
10.	Aalberts Industries	385.990	1.500.000	1.500.000	389%	1,4%
11.	TKH Group	60.993	9.000	92.000	151%	0,2%
12.	Macintosh Retail Group	17.257	3.800	3.700	21%	0,0%
13.	Beter Bed Holding	33.650	10.000	10.000	30%	0,0%

Bron: Data Explorers, Het Financieele Dagblad

Van Neways Electronics International, TMC Group en DPA Group zijn geen gegevens beschikbaar. Gezien de geringe marktkapitalisaties en dito free floats is dit niet verwonderlijk.

Opvallend is de stijging van de shortpositie in UNIT4 in oktober. Bovendien leverde het aandeel UNIT4 de afgelopen maand met een koersstijging van 11,5% de op twee na beste performance in de portefeuille.

Daarnaast bleven de shortposities in ASMI, Imtech en Aalberts Industries relatief hoog, zij het dat de shorts in Imtech belangrijk werd verlaagd.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 november 2011 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	12,0%
Imtech	10,7%
Hunter Douglas	10,0%
Brunel International	9,1%
Nedap	9,1%
LBi International	8,6%
Koninklijke TenCate	7,8%
Amsterdam Commodities	6,4%
Neways Electronics International	5,5%
TMC Group	4,9%
Overige 6 ondernemingen	15,6%
Liquiditeiten en overige	0,3%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De eerste handelsdagen van november werden gekenmerkt door een aanhoudend hoge volatiliteit van financiële markten. De onzekerheid rond de positie van Griekenland binnen de EU was wederom de aanleiding voor forse koersbewegingen. Per saldo bleef de waardering van de portefeuille van het Add Value Fund goed op niveau, mede door gunstige bedrijfsberichten van onder andere Brunel International en Koninklijke TenCate. De gewogen gemiddelde koers/winstverhouding van de portefeuille bedraagt thans 10,3 op basis van onze taxaties voor het lopende boekjaar, terwijl het getaxeerde dividendrendement op 3,7% uitkomt.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Karel Vogel
Toon Wijlacker
Willem Burgers

Amsterdam, 7 november 2011