

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2009

Inleiding

De maand december werd gekenmerkt door een vriendelijke beursstemming. In de tweede helft van de verslagmaand liepen de volumes traditioneel sterk terug. De AEX-index steeg met 9,6% tot 335,33. De Amsterdam Midkap Index voegde 5,6% toe op 510,82, terwijl de Amsterdam Smallcap Index 5,5% opliep tot 457,38. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg met 4,3% van € 82,17 naar € 85,68.

Over geheel 2009 bedroeg de waardestijging per participatie van het Add Value Fund 55,6% – van € 55,08 naar € 85,68. De AEX-index liet een stijging van 36,3% noteren – van 245,94 naar 335,33. De Amsterdam Midkap Index voegde in 2009 zelfs 63,6% toe – van 312,16 naar 510,82. De Amsterdam Smallcap Index tenslotte noteerde een toename van 44,8% – van 315,82 naar 457,38.

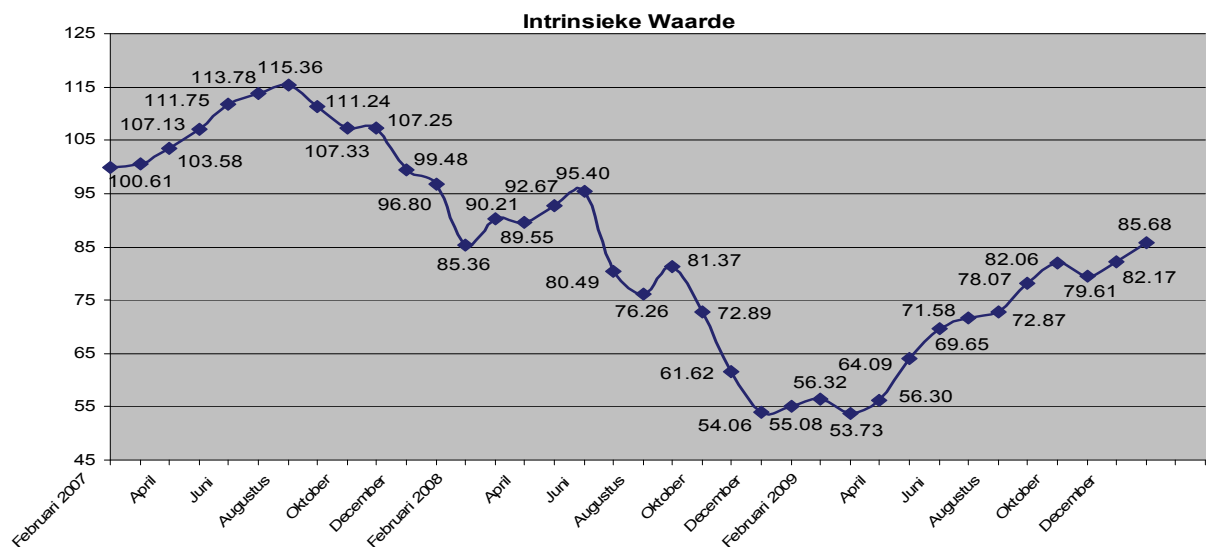
Per 31 december 2009 was voor een bedrag van € 39,1 miljoen belegd in 22 ondernemingen. Per 4 januari 2010 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 37,2 miljoen, waarbij een debetpositie van ongeveer 5,4% van de portefeuille is ontstaan als gevolg van een netto uitstroom.

De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties per 4 januari 2010 zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie	€ 85,68
Fondsvermogen	€ 37.195.854
Aantal uitstaande participaties	434.125

De gerealiseerde rendementen (procentueel) 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.
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
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
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



Mutaties in de portefeuille

De positie in **Imtech** bleef per saldo ongewijzigd. Er werd echter liquiditeit gerealiseerd door de verkoop van 25.000 aandelen die tegen een lagere beurskoers via een 'synthetisch aandeel' werden teruggekocht. Deze optieconstructie loopt tot en met de derde vrijdag in juni 2010 en is tussentijds uitvoerbaar. Het belang in **TKH Group** werd met 40% teruggebracht. Op de verkoop werd een resultaat van circa 15% gerealiseerd. Als pure *late cyclical* zal het winstmomentum in 2010 naar onze mening nog onvoldoende zijn om een veel hogere beurskoers op kortere termijn te rechtvaardigen. Voorts realiseerden wij een deel van de winst op de posities in **Amsterdam Commodities** en **HES Beheer**. Tenslotte werd het resterende belang in **Koninklijke BAM Groep** verkocht. Wij zijn van mening dat de winstontwikkeling in 2010 en 2011 onder druk zal blijven staan als gevolg van de structureel ongunstige Ausgangssituatie in de (inter)nationale bouw. Het belang in **BinckBank** werd in december verder vergroot. Wij verwachten dat in de loop van 2010 de circa 20% discount van BinckBank ten opzichte van de Europese *peer group* zal kunnen worden ingelopen. Daarnaast genereren de aandelen BinckBank een relatief hoog dividendrendement. Tenslotte werden de posities in **Direct Wonen**, **LBI International** en **Neways Electronics International** tegen aantrekkelijke beurskoersen enigszins vergroot.

Bedrijfsnieuws

Imtech, technisch dienstverlener in Europa, maakte bekend dat het in Spanje zijn positie en portfolio heeft versterkt door de overname van de Spaanse elektrotechnische specialisten Hugué Levante en Hugué Mantenimiento. Deze beide bedrijven tellen samen 245 medewerkers en realiseerden in 2008 in totaal ruim € 20 miljoen aan opbrengsten. De overnamesom is gebaseerd op circa vijf maal de gemiddelde EBITA over 2008 en 2009 en wordt in contanten voldaan. De overname zal direct bijdragen aan de winst per aandeel. Deze acquisitie is voor Imtech een logische stap voor de expansie van de Spaanse activiteiten. Tot 2008 was men in Spanje voornamelijk actief met werktuigbouwkundige procestechnologie en lucht- en klimaattechnologie. Strategisch gezien is een verbreding van de portfolio dan een voor de hand liggende vervolgstap. Doel is om uiteindelijk ook in Spanje, net als in andere Europese landen, totale technische oplossingen aan te kunnen bieden door de combinatie van elektrotechnische en werktuigbouwkundige diensten. In 2008 is door de overname van het eerste elektrotechnische Hugué-bedrijf én ook door autonoom opgestarte elektrotechnische activiteiten een eerste stap gezet. Met de overname van de beide andere elektrotechnische Hugué-bedrijven wordt nu een vervolgstap gezet, hetgeen bijdraagt aan verdere groei. In een groot aantal Europese landen heeft Imtech reeds bewezen dat deze strategie succesvol is en leidt tot groei van de activiteiten. Voor 2009 voorzien wij een winst per aandeel van € 1,80 en voor 2010 gaan wij uit van € 1,95. Vooralsnog blijft de marktconsensus uitgaan van een daling van de winst per aandeel in 2010 ten opzichte van 2009 met een gemiddelde taxatie van de winst per aandeel van € 1,65. Gezien de sterke groei van de orderportefeuille in 2009, een stijging van circa 20% ten opzichte van eind 2008, beschouwen wij dit als een onwaarschijnlijk scenario. Naar onze mening zullen analisten hun taxaties behoorlijk opwaarts dienen aan te passen, hetgeen de beurskoers van het aandeel een forse opwaartse impuls zal geven. Wij hanteren een koersdoel van € 24,- per aandeel. Imtech is momenteel de grootste positie in de portefeuille.

Software-ontwikkelaar **Unit 4 Agresso** introduceert versie 11.3 van de financiële software CODA-Financials. De nieuwe versie is speciaal ontworpen voor (middel)grote retailketens, maar is ook geschikt voor organisaties in andere markten en sectoren. Met meer dan 2.800 klanten en installaties wereldwijd staat CODA-Financials bekend om zijn mogelijkheden voor (internationale) financiële verslaglegging en –analyse. Door de LINK-architectuur integreert de software naadloos met alle soorten bedrijfssoftware. Gebruikers kunnen hierdoor blijven bouwen op de waarde van hun bestaande bedrijfssoftware en tegelijkertijd meerwaarde verkrijgen door de inzet van geavanceerde financiële support-mogelijkheden. Dit is met name waardevol voor bedrijven in sectoren die aan veel technologische verandering onderhevig zijn, bijvoorbeeld door fusies en overnames, veranderende bedrijfsmodellen of geografische uitbreiding of krimp. Door de combinatie van cash- en kredietrestricties is de retailsector hard geraakt door de recessie. De nieuwe versie van CODA-Financials is ontworpen om retailers kosten te besparen. De oplossing wordt in het Verenigd Koninkrijk al gebruikt door 25 tot 30% van de grootste retail/winkelketens en is hard op weg om nieuwe markten te veroveren. De marktconsensus voor de winstontwikkeling van Unit 4 Agresso is vrij unaniem en gaat uit van een winst per aandeel van € 1,35 voor 2009 en van € 1,65 voor 2010. Er wordt momenteel circa 10 maal de getaxeerde winst

2010 voor aandelen Unit 4 Agresso betaald, hetgeen een zeer bescheiden waardering is in relatie tot de sterke groeicapaciteit van de onderneming. Unit 4 Agresso bekleedt momenteel de derde positie in de portefeuille.

Ten Cate Geosynthetics Asia heeft in Maleisië een order geboekt bij Huntsman Tioxide in Teluk Kalong (Maleisië) voor de levering van 105 TenCate Geotube-systemen. Deze systemen worden in Maleisië gebruikt als milieuvriendelijke oplossing voor het ontwateren en opslaan van calciumsulfaat. De TenCate Geotube-containers worden geproduceerd door Ten Cate Industrial Zhuhai (China) en geleverd via Ashland, welk bedrijf onder meer actief is in de behandeling van industrieel afvalwater. De levering is gestart in oktober en loopt gedurende negen maanden door. De productie van titaandioxide genereert grote hoeveelheden calciumsulfaat, dat op milieuvriendelijke wijze moet worden verwerkt en opgeslagen. Voordat dit afvalproduct kan worden opgeslagen, dient het te worden ontwaterd. Het ontwateringsproces geschiedt met behulp van polymeren, die aan het proces worden toegevoegd. Ashland is leverancier van deze polymeren. De polymeren versnellen het proces van ontwatering doordat de vaste stof wordt gebonden. TenCate Geotube functioneert als filtratie- en opslagsysteem.

De combinatie van chemische kennis over afvalwater met materialenkennis van TenCate genereert een systeemoplossing waarmee door middel van een milieuvriendelijk proces van ontwatering uit industrieel afvalwater vaste stof kan worden opgeslagen of verwerkt. TenCate Geotube is reeds veelvuldig wereldwijd als oplossing in de milieumarkt ingezet. Het aan Huntsman geleverde systeem is een van de grootste Aziatische projecten tot dusverre. Elke TenCate Geotube heeft een cirkelomtrek van 36,6 meter. Bij elkaar beslaat de reeks geocontainers een lengte van 5,5 kilometer. Koninklijke Ten Cate heeft een typisch laatcyclisch karakter. De winst over 2009 zal ruwweg halveren ten opzichte van het resultaat over 2008 toen per aandeel € 2,18 werd verdiend. Voor 2010 wordt een herstel in de orde van grootte van 30 tot 50% voorzien, zodat voor dit jaar een winst per aandeel van circa € 1,50 à 1,60 in beeld komt. De huidige beurskoers van € 18,30 verdisconteert dit herstel naar onze mening slechts in geringe mate. Koninklijke Ten Cate neemt momenteel de vijfde positie in de portefeuille in.

Maritiem dienstverlener **Smit Internationale** heeft de acquisitie van Minette Bay Ship Docking Ltd in Prince Rupert, Canada afgerond. Minette Bay is ten behoeve van de shipdocking dienstverlening voor de Ridley Island Coal Terminal (RICT) met drie sleepboten actief in de haven van Prince Rupert. Het contract met RICT heeft een looptijd van 25 jaar. Door deze overname vergroot Smit haar marktaandeel op het gebied van sleepbootoperaties aan de westkust van Canada. Daarnaast verwierf Smit een exclusief vijfjaars contract van de Gladstone Ports Corporation voor havensleepdiensten in Gladstone, Australië. De werkzaamheden gaan 1 januari 2011 van start. Onder het contract zal Smit vijf nieuwe 70 tons havensleepboten inzetten voor genoemde vijfjaars periode. Australië is door Smit aangemerkt als strategische groeimarkt voor wat betreft de havensleepdiensten en de Terminals-activiteiten. Voor 2010 wordt, in vergelijking met 2009, door analisten uitgegaan van een daling van de winst per aandeel van gemiddeld circa 14% van € 5,50 naar € 4,75. Tegen de huidige beurskoers van € 60,25 wordt zodoende 12,7 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Smit Internationale betaald. Zoals bekend heeft Boskalis een bieding van € 60,- per aandeel op Smit Internationale gedaan. Sinds begin december noteert het aandeel Smit Internationale boven de door Boskalis geboden € 60,-. Tot op heden zijn ruim 780.000 aandelen boven de € 60,- verhandeld, overeenkomend met 4,25% van het aantal uitstaande aandelen. Het Bestuur van Smit Internationale zal zich deze maand uitspreken over de fairness van de door Boskalis geboden prijs. Wij houden er rekening mee dat Boskalis er niet aan ontkomt een premie boven de aanvankelijk geïndiceerde € 60,- per aandeel te betalen teneinde voldoende aandelen aangemeld te krijgen. Vooralnog zijn wij niet voornemens ons belang van 40.000 aandelen aan te melden op de door Boskalis geïndiceerde biedprijs.

De Oostenrijkse system integrator Kapsch BusinessCom AG wordt de nieuwe Business Partner van **Nedap**, fabrikant van onder andere security management systemen. De overeenkomst tussen beide partijen is gericht op het uitbreiden van de activiteiten van Nedap in Oostenrijk. Met Kapsch BusinessCom AG heeft Nedap een betrouwbare Business Partner gevonden die niet alleen actief is in Oostenrijk, maar ook in Tsjechië en Slowakije. Het uitbreiden van de activiteiten naar deze landen is een van de toekomstige mogelijkheden van deze samenwerking. Kapsch BusinessCom AG is een toonaangevende full service provider voor system integration oplossingen. De Kapsch Groep, met hoofdkantoor in Wenen, heeft wereldwijd circa 2.600 werknemers in dienst en wordt vertegenwoordigd via dochterondernemingen, nevenvestigingen en financiële deelnemingen op elk continent. Individuele oplossingen en de

hoge kwaliteit van de systemen zijn traditioneel sterke punten die de Kapsch Groep een van de marktleiders maken binnen de Europese verkeerstelematica en communicatie-industrie.

Nedap Retail gaat 30 supermarkten inrichten van Gulliver, een gerenommeerde Italiaanse supermarktketen, met haar innovatieve anti-winkeldiefstalsystemen (EAS systemen). Deze overeenkomst is onlangs getekend met Omnisint, de Italiaanse partner van Nedap Retail. Gulliver zal naast anti-winkeldiefstalsystemen gebruik maken van service op afstand, waardoor professioneel onderhoud snel en tegen de laagste kosten wordt geboden. Gulliver kiest voor Nedap om haar supermarkten te beschermen en combineert zo een innovatief design met verschillende geïntegreerde eigenschappen, zoals klantentelling, metaaldetectie, reclameruimte, online managementinformatie en service op afstand. Uit deze berichtgeving volgt dat de vernieuwde strategie van Nedap om in buitenlandse markten met zorgvuldig geselecteerde verkooppartners op te trekken, vruchten begint af te werpen. Over 2009 zal een bescheiden operationele winst worden gerapporteerd en een netto verlies van enkele miljoenen euro's als gevolg van een reorganisatievoorziening. Voor 2010 voorzien wij een herstel van de winstgevendheid in de richting van € 0,50 tot € 1,00 per aandeel. Vanaf 2011 moet een terugkeer naar de recordwinsten van 2007 – 2008 van ruim € 2,00 per aandeel weer mogelijk zijn. Tegen deze achtergrond achten wij de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 17,50 aantrekkelijk geprijsd.

De directie van op- en overslagbedrijf **HES Beheer** te Rotterdam verwacht dat het genormaliseerde netto jaarresultaat (exclusief bijzondere baten en lasten) van 2008 (€ 13,5 miljoen) in 2009 met ten minste 10% zal worden overtroffen. In vergelijking met de eerste drie kwartalen van 2009 vertoont de aanvoer van bulkgoederen in het laatste kwartaal van 2009 een licht herstel vanwege toenemende industriële activiteiten in het achterland. De vraag naar opslag bleef vooralsnog sterk. De getaxeerde winst per aandeel 2009 komt daarmee op € 1,70 à € 1,75 tegen € 1,54 over 2008. Voor 2010 gaan wij vooralsnog uit van een winst per aandeel van € 2,00, vanwege de verwachting dat de overslagactiviteiten een verder herstel zullen vertonen en dat de winstgevendheid in opslag op peil zal kunnen blijven. Tegen de huidige beurskoers van € 22,00 wordt aldus 11 maal de getaxeerde winst 2010 voor de aandelen HES Beheer betaald. Wij hebben het belang in HES Beheer in december met een kwart verkleind, omdat de relatieve onderwaardering het afgelopen kwartaal is afgenomen.

Als gevolg van de sterke groei van de bedrijfsactiviteiten in de afgelopen periode, alsmede op grond van de te verwachten additionele kapitaalseisen die aan banken zullen worden gesteld, heeft **BinckBank** besloten haar aandeleninkoopprogramma voor onbepaalde tijd op te schorten. Op 30 oktober 2009 publiceerde BinckBank gelijktijdig met de derde kwartaalcijfers het Kapitaaltoereikendheid & risicorapport. Hierin staat dat BinckBank door de sterke groei van de bedrijfsactiviteiten meer kapitaal dient aan te houden. BinckBank acht het wenselijk haar kapitaalspositie te versterken om verdere groei van de onderneming te faciliteren. Tevens anticipeert BinckBank met de opschorting van het inkoopprogramma op mogelijke additionele kapitaalseisen die aan de banken zullen worden gesteld:

- Minimum Tier-1 vermogen van € 100 miljoen (eind Q3 2009: € 91,1 miljoen);
- Een solvabiliteitsratio tussen de 12% - 20% (eind Q3 2009: 12,5%).

Het dividendbeleid, waarbij BinckBank ernaar streeft om 50% van de gecorrigeerde nettowinst uit te keren, blijft onveranderd. De bank maakte op 30 september 2008 bekend te starten met het inkopen van eigen aandelen. In de periode van 1 oktober 2008 tot op heden zijn onder het aandeleninkoopprogramma 3.066.227 aandelen ingekocht (4% van het aantal uitstaande aandelen) tegen een gemiddelde beurskoers van € 7,62. Naar aanleiding van het besluit op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van 28 april 2009 zijn hiervan 1.024.580, eenderde van het totaal ingekochte aantal aandelen, ingetrokken. Het bestuur van BinckBank is in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van 28 april 2009 gemachtigd aandelen in te kopen tot een maximum van 10% van de uitstaande gewone aandelen in het kapitaal. Een sterke toename van de kapitaalspositie, dan wel een substantieel lagere beurskoers, kunnen aanleiding zijn om het inkoopprogramma eigen aandelen te hervatten.

Wij taxeren voor 2009 een winst per aandeel van € 1,10 (2008: € 0,88), terwijl wij voor 2010 een verdere stijging tot € 1,35 voorzien. Op basis van de 2010 taxaties wordt bij de huidige beurskoers van € 12,90 thans 9,5 maal de verwachte winst voor de aandelen BinckBank betaald en komt het dividendrendement uit op 5,2%. Deze

verhoudingscijfers maken BinckBank tot een der aantrekkelijkst geprijsde aandelen uit het beleggingsuniversum. Vandaar dat wij de positie in de verslagmaand hebben uitgebreid.

Ingenieursbureau **Grontmij** verwierf recentelijk twee grootschalige internationale adviescontracten voor windmolenparkprojecten in Egypte en Thailand. De komende zes tot zeven jaar adviseert Grontmij bij de aanleg van deze twee grote internationale windmolenparken in de Golf van El Zayt (Egypte) en Lam Thakong (Thailand). De totale contractwaarde van beide projecten is € 4,39 miljoen en Grontmij's omzet hiervan is € 2,15 miljoen gedurende de loop van de projecten. Bij beide projecten is Grontmij betrokken bij het projectmanagement, het project en conceptueel ontwerp, het hoogspanningsnet, de funderingen, de toegangswegen, de infrastructuur, de aanbestedingen, het toezicht tijdens de garantieperiode evenals het aanleggen van faciliteiten voor personeel. Omdat er in het kielzog van deze projecten andere grote windmolenparken rond de Rode Zee staan gepland, liggen er vele nieuwe mogelijkheden voor Grontmij. Bovendien laat Grontmij met deze twee projecten haar uitgebreide expertise zien die zij op het gebied van windenergie kan inbrengen.

Het aandeel Grontmij was in 2009 met een koersdaling van 4,5% een notoire underperformer in het beleggingsuniversum. Het winstmomentum zal ook in 2010 negatief zijn, maar in de loop van het jaar wel geleidelijk gaan verbeteren. Wij houden vooralsnog een geringe positie aan, omdat de waardering op middellange termijn alleszins bescheiden is. Op basis van de consensustaxatie van een winst per aandeel 2010 van € 1,80 wordt slechts 9,4 maal deze winst voor de aandelen Grontmij betaald en komt het dividendrendement uit op circa 5,9%.

De Raad van Commissarissen van **USG People** (arbeidsmarktdiensten in Europa) is voornemens Herman van Campenhout per 1 maart 2010 te benoemen tot CEO. Hij is de opvolger van de vorig jaar plotseling vertrokken Ron Icke. Van Campenhout (1960) is vanaf 2001 werkzaam geweest bij Reed Elsevier en bekleedde daar laatstelijk de functie van CEO voor de divisie Science and Technology. In de periode 1984 – 2001 is hij in diverse functies werkzaam geweest bij Royal Dutch Shell Group. Cees Veerman zal door de RvC worden voorgedragen als nieuwe voorzitter van de Raad van Commissarissen. Hij volgt de eind vorig jaar overleden Cor Brakel op. Veerman (1949) was in de periode 2002 – 2007 minister van Landbouw, Natuur en Voedselkwaliteit.

Met een omzet van ruim € 4 miljard in 2008 is USG People de Europese nummer vier in HR-dienstverlening. Naar verwachting zal de winst per aandeel over 2009 uitkomen op circa € 0,50, maar zal deze in het lopende jaar kunnen herstellen tot € 0,75 à €1,00. Als *early cyclical* kan USG People naar onze mening een der positieve verrassingen van 2010 worden. Wij hebben het belang in december uitgebreid, omdat de beurskoers van € 14,00 onzes inziens ruimte laat voor een verdere opwaardering gedurende de komende maanden.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 4 januari 2010 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	10,3%
Crucell	10,0%
Unit 4 Agresso	8,2%
Brunel International	7,9%
Koninklijke Ten Cate	7,4%
Hunter Douglas	7,0%
Smit Internationale	6,4%
Neways Electronics International	5,0%
Nedap	4,6%
LBI International	4,4%
Overige 12 ondernemingen	34,2%
Liquiditeiten en overige	-5,4%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Wij gaan uit van een voortzetting van de vaste beursstemming in de eerste drie maanden van 2010. De portefeuille van het Add Value Fund zal naar onze verwachting een outperformance ten opzichte van het marktgemiddelde tonen, omdat:

- Het winstmomentum van onze belangrijkste participaties superieur is aan het marktgemiddelde;
- De vergelijkingsbasis met de overeenkomstige periode van 2009 uitgesproken gunstig is. De bodem van de recessie werd immers in 2009 Q2 bereikt;
- Het karakter van de huidige beursfase dat van een liquiditeitshausse is: veel middelen uit deposito's die twaalf maanden geleden zijn afgesloten, komen beschikbaar. Dit leidt tot een grote toevloed van beleggingsgeld, dat niet meer tegen de inmiddels veel lagere depositotarieven wordt vastgezet. Een logische consequentie is, dat een deel van deze middelen in goed presterende aandelen wordt belegd;
- De activiteit op het gebied van fusies en overnames zal in 2010 weer toenemen. De door ons geselecteerde ondernemingen hebben hun balans op orde en zijn weer in staat en bereid om door gerichte acquisities hun marktaandeel te vergroten. Bijkomend voordeel is dat veel potentiële verkopers inmiddels overtuigd zijn van de noodzaak om tegen realistische(r) prijzen zaken te doen.

Op basis van de charttechnische patronen sluiten wij een scherpe koersstijging van de meeste van onze grotere deelnemingen niet uit. Daarbij komen de topkoersen van de zomer van 2007 weer in beeld. Wij houden er rekening mee dat deze koersen aan het einde van het eerste kwartaal zullen worden benaderd. Alsdan zullen wij een heroriëntatie van de portefeuillestructuur van het Add Value Fund in overweging nemen.

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, 6 januari 2010