

## **Halfjaarbericht 2008**



## **Inhoudsopgave**

Algemene gegevens .....	3
Kerncijfers .....	4
Verslag van de beheerder .....	5
Balans per 30 juni 2008 .....	7
Winst- en verliesrekening 1 januari - 30 juni 2008 .....	8
Kasstroomoverzicht 1 januari - 30 juni 2008 .....	8
Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening .....	9

## Algemene gegevens

### Algemeen

Het Add Value Fund (hierna ook: "het Fonds") is een besloten fonds voor gemene rekening met een semi open-end karakter. Een fonds voor gemene rekening is geen rechtspersoon met een afgescheiden vermogen, maar een overeenkomst tussen de beheerder, de bewaarder en de participanten in het fonds, waarbij door de beheerder voor rekening en risico van de participanten gelden worden belegd in vermogenswaarden die op naam van de bewaarder voor de participanten worden bewaard.

De semi open-end structuur houdt in dat toe- en uittreding door participanten, onder de in het prospectus genoemde voorwaarden, telkens op de eerste werkdag van de maand mogelijk is.

Personen of instellingen die toetreding tot het Fonds verzoeken en de participanten in het Fonds worden geacht bekend te zijn met en zich te onderwerpen aan de in de voorwaarden van beheer en bewaring gegeven regels met betrekking tot het Fonds en met de inhoud van het prospectus van het Fonds.

Het minimum bedrag waarvoor kan worden geparticipeerd, bedraagt € 50.000 exclusief de kosten van uitgifte.

Het Fonds is opgericht op 11 januari 2007. Het prospectus is opgenomen op de website van het Fonds, [www.addvaluefund.nl](http://www.addvaluefund.nl). De ISIN code van het Fonds is NL0000688687. Het Fonds is niet beursgenoteerd.

Het Fonds is een beleggingsfonds in de zin van de Wet op het financieel toezicht. De beheerder, Keijser Capital Asset Management B.V. (hierna: "Keijser Capital Asset Management"), heeft een vrijstelling van de vergunningplicht bij de Autoriteit Financiële Markten.

#### Beheerder

Keijser Capital Asset Management B.V.  
Koningslaan 34  
1075 AD Amsterdam  
Telefoon: +31 (0)20 531 2121  
Telefax: +31 (0)20 531 2196

#### Bewaarder

KAS-Trust Bewaarder Add Value Fund B.V.  
Spuistraat 172  
1012 VT Amsterdam  
Telefoon: +31 (0)20 557 51 32  
Telefax: + 31 (0)20 557 6100

### Fiscale positie van het fonds

Het Fonds is een fiscaal besloten fonds voor gemene rekening, heeft geen rechtspersoonlijkheid en is zodoende niet onderworpen aan de vennootschapsbelasting. Daardoor is het Fonds over de beleggingswinst geen belasting verschuldigd. De activa en passiva van het Fonds worden naar rato van omvang en duur van de deelname geacht rechtstreeks tot het vermogen van de participanten te behoren.

Op de door het Fonds ontvangen dividenden wordt dividendbelasting ingehouden. Deze dividendbelasting komt niet voor rekening van het Fonds, maar voor rekening van de houders van de participaties in het Fonds.

Binnen de regelgeving die daarvoor geldt, kunnen participanten de dividendbelasting die is ingehouden op door het Fonds ontvangen dividenden met de door hen verschuldigde belastingheffing verrekenen dan wel terugvragen.

## Kerncijfers

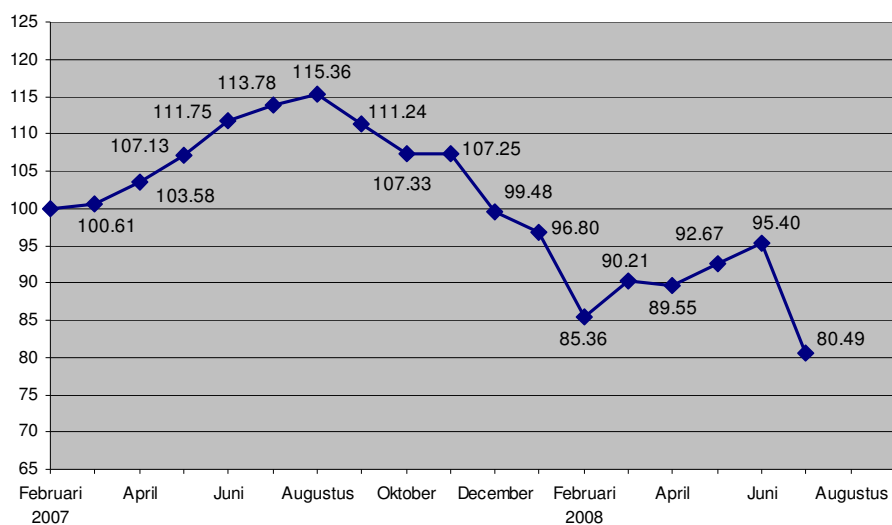
Het Add Value Fund belegt uitsluitend in beursgenoteerde Nederlandse mid- en smallcaps. Hieronder worden verstaan ondernemingen, niet zijnde (vastgoed)beleggingsfondsen, met een marktkapitalisatie van ten minste EUR 20 miljoen en met een notering op Euronext Amsterdam of een ander erkend handelsplatform, zoals NMAX, Alternext of AIM.

De kerncijfers van het Fonds per 30 juni 2008 zijn als volgt:

Aantal uitstaande participaties	480.612
Participatiewaarde	€ 80,49
Fondsvermogen	€ 38.685.662
Hoogste intrinsieke waarde per participatie	€ 115,36
Laagste intrinsieke waarde per participatie	€ 80,49
Beleggingsresultaat op basis van participatiewaarde over periode 1 januari - 30 juni 2008	- 16,85%

De ontwikkeling van de intrinsieke waarde per participatie vanaf februari 2007 is als volgt:

**Intrinsieke Waarde**



## Verslag van de beheerder

### Inleiding

De verslagperiode werd gekenmerkt door een grimmige beursstemming. De directe en indirecte gevolgen van de kredietcrisis zorgden reeds in de tweede helft van 2007 voor een omslag in het beursstemming. Deze stemmingsomslag zette in de eerste helft van 2008 versterkt door. De risicoperceptie van beleggers veranderde wezenlijk ten gunste van risicomijdende beleggingen. Ook het segment van Nederlandse mid- en smallcaps voelde de invloed van het gewijzigde krachtenveld in de beleggingswereld. Waar de periode maart 2003 – augustus 2007 nog een zeer krachtige opwaartse trend had laten zien, volgde nu een scherpe neerwaartse correctie. Deze concentreerde zich feitelijk in een drietal korte perioden, te weten: november 2007, januari 2008 en, laatstelijk, juni jl. Deze daling werd in kracht versterkt door gedwongen verkopen van beleggingsfondsen die met onttrekkingen werden geconfronteerd en Angelsaksische beleggers die in lokale valuta koerswinsten veiligstelden. Een nieuw fenomeen waren de zogenaamde turbo's en aanverwante derivaten: ook deze speculatieve beleggingsinstrumenten veroorzaakten een versnelling van de koersdalingen.

De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund verloor per saldo 16,85% van € 96,80 per ultimo 2007 tot € 80,49 per eind juni 2008.

### Portefeuillestructuur

De beheerder streeft ernaar een portefeuille samen te stellen die een combinatie vormt van ondernemingen met voldoende defensieve kwaliteit en ondernemingen met een krachtig winstmomentum en een leidende positie in de betreffende bedrijfstak.

De defensieve kwaliteit wordt weerspiegeld in een verhoudingsgewijs hoog en geseceerd dividendrendement. Exponenten van deze groep zijn technisch systeemontwikkelaar Nedap, softwareontwikkelaar Exact Holding en detailhandelaar Beter Bed Holding. In de categorie 'Ondernemingen met een sterk winstmomentum' figureren onder andere de technische dienstverlener TKH Group, havenbedrijf HES Beheer en detacheerders Brunel en DNC De Nederlanden Compagnie. Weliswaar neigt het winstmomentum van de ondernemingen uit de portefeuille onder invloed van de tragere groei van de economie af te nemen, toch resteert over het algemeen een zeer aansprekend groeiprofiel dat wordt gesteund door gerichte acquisities. Omdat de ondernemingen uit de portefeuille van het Add Value Fund zich onderscheiden door een gezonde balansstructuur, geschiedt de financiering van deze overnames in de regel zonder problemen.

In de verslagperiode werd de portefeuillestructuur in bescheiden mate aangepast. Het belang in kapitaalgoederenproducent en –distributeur Kendrion werd verkocht, evenals de positie in Telegraaf Media Groep. De verkoop van Kendrion werd ingegeven door enerzijds het conglomeratachtige karakter van de groep en anderzijds door de slechte verhandelbaarheid van de aandelen. Het afstoten van het TMG-belang is terug te voeren op het gepercipieerde neerwaartse koersrisico uit hoofde van een aangegane optieconstructie in de Duitse TV-zender Pro Sieben Sat-1. Dit koersrisico openbaarde zich overigens daadwerkelijk in augustus jl., toen TMG gedwongen werd een pakket van 12% in het aandelenkapitaal van Pro Sieben Sat-1 tegen een vooraf overeengekomen hogere prijs dan de vigerende beurskoers te kopen, als gevolg waarvan TMG werd gedwongen een eenmalige last te nemen. Aan de koopzijde werden participaties verworven in technisch dienstverlener Imtech, intermediair Direct Wonen, dat is genoteerd aan de Britse Alternative Investments Market (AIM), productenhandelaar Acomo en de Sligro Food Group. Door deze aanpassingen in de structuur werd de defensieve kwaliteit van de portefeuille vergroot.

### **Doelstelling**

Het Add Value Fund heeft zich ten doel gesteld een jaarlijks totaal netto beleggingsresultaat van ten minste 15% te realiseren. Het betreft hier een gemiddeld resultaat over een langjarige periode. Deze 15% is samengesteld uit een dividendrendement van circa 2,5%, een zogenaamd arbitrage rendement van eveneens circa 2,5% en een portefeuillestructurendement van ten minste 10%.

### **Realisering van de doelstelling**

In het eerste halfjaar van 2008 heeft het Add Value Fund per inkomstenbron de volgende resultaten behaald.

Er werd een totaal van € 1.391.000 aan dividendinkomsten gegenereerd. Hierin zijn de inkomsten uit keuzedividenden niet begrepen. Op een totaalwaarde van de portefeuille van € 38,7 miljoen per 30 juni 2008 werd een dividendrendement van 3,6% geboekt (2007 H1: 1,6%). Er werd een gerealiseerd verlies geboekt van € 1.553.000. Het betreft hier het gecombineerde resultaat van koersverliezen op verkoop van participaties waarvan de perspectieven lager zijn ingeschat dan voorheen en het gerealiseerde arbitrage resultaat.

Uit hoofde van koersverliezen op verkoop van belangen met een verlaagd winstperspectief werd een negatief resultaat van € 2.520.000 verantwoord. De vijf grootste koersverliezen werden gerealiseerd op de verkoop van belangen in Kendrion, USG People, Wavin, Macintosh Retail Group en Crucell.

Het arbitrage resultaat wordt gedefinieerd als een korte termijn beleggingsresultaat dat de beheerder weet te realiseren door een koersinefficiency te lokaliseren en vervolgens ten nutte van het fonds te laten komen. In de verslagperiode werd een arbitrage resultaat van € 967.000 gerealiseerd. De voornaamste winsten werden gerealiseerd op transacties in Grontmij, Sligro Food Group en Eriks.

Tenslotte moest per 30 juni 2008 een ongerealiseerd koersresultaat van negatief € 7.224.000 worden verantwoord. De voornaamste minposten in deze categorie kwamen voor rekening van USG People, Aalberts Industries, DPA Flex Group, Wavin en Nedap.

### **Vooruitzichten**

Ofschoon de performance van de portefeuille van het Add Value Fund over de eerste zes maanden van 2008 teleurstellend was, blijken de gepubliceerde halfjaarcijfers van de gehouden beleggingen meestentijds conform of beter dan de eerdere prognoses te zijn. Dientengevolge is de waardering van de portefeuille, in termen van koers/winstverhouding en verwacht dividendrendement aanzienlijk aantrekkelijker geworden. Zo bedraagt het geprognosticeerde dividendrendement op de portefeuille thans 4,5%. Wij voorzien derhalve een goed perspectief voor een totaal beleggingsresultaat conform onze geformuleerde doelstelling op middellange termijn. Voor het lopende boekjaar voorzien wij per saldo echter een negatief totaal beleggingsresultaat. Hiervoor zijn hoofdzakelijk technische factoren, als het onttrekken van middelen aan de aandelenmarkt uit hoofde van het veiligstellen van eerdere boekwinsten, verantwoordelijk.

Amsterdam, 29 augustus 2008  
Keijser Capital Asset Management B.V.

De directie,  
W.F. Burgers  
K.J. Vogel

## Balans per 30 juni 2008

(bedragen in € 1.000)

		<u>30-06-2008</u>	<u>30-06-2007</u>
<b>ACTIVA</b>			
<b>Vaste activa</b>			
Oprichtingskosten		40	51
<b>Beleggingen</b>			
Beleggingen	1	38.172	43.683
<b>Vlottende activa</b>			
Vorderingen en overlopende activa		30	320
Liquide middelen	2	869	1.526
		<u>899</u>	<u>1.846</u>
		<u>39.111</u>	<u>45.580</u>
<b>PASSIVA</b>			
<b>Fondsvermogen</b>			
Participaties	3	48.493	39.441
Cumulatief resultaat		-9.807	4.962
		<u>38.686</u>	<u>44.403</u>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Ontvangen bedragen inzake toe te treden participanten		50	557
Te betalen beheervergoeding		39	89
Voorziening prestatievergoeding	4	0	492
Nog te betalen bedragen	5	336	39
		<u>425</u>	<u>1.177</u>
		<u>39.111</u>	<u>45.580</u>

## Winst- en verliesrekening 1 januari - 30 juni 2008

(bedragen in € 1.000)		01-01-2008 / 30-06-2008	01-02-2007 / 30-06-2007
<b>Baten</b>			
Opbrengst uit beleggingen	6	1.391	720
Waardeveranderingen van beleggingen	7	-8.777	4.805
Interest		24	103
Overige bedrijfsopbrengsten		14	69
Totaal baten		<b>-7.348</b>	<b>5.697</b>
<b>Lasten</b>			
Vaste beheervergoeding	8	255	188
Voorziening prestatievergoeding beheerder	9	0	492
Afschrijving oprichtingskosten		6	5
Overige bedrijfskosten	10	73	50
Totaal lasten		<b>334</b>	<b>735</b>
<b>Resultaat</b>		<b>-7.682</b>	<b>4.962</b>

## Kasstroomoverzicht 1 januari - 30 juni 2008

(bedragen in € 1.000)		01-01-2008 / 30-06-2008	01-02-2007 / 30-06-2007
Resultaat		-7.682	4.962
Mutatie beleggingen		1.830	-43.683
Mutatie kortlopende vorderingen		-29	-320
Investeringen		0	-56
Mutatie kortlopende schulden		-151	1.177
Afschrijvingen		5	5
Netto kasstroom uit beleggingsactiviteiten		<b>-6.027</b>	<b>-37.915</b>
Saldo toe- en uitreders		5.921	39.441
Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten		<b>5.921</b>	<b>39.441</b>
Mutatie geldmiddelen		<b>-106</b>	<b>1.526</b>



## Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening

### Algemeen

Het halfjaarbericht is opgesteld conform in Nederland algemeen aanvaarde grondslagen voor financiële verslaggeving. Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode. Het boekjaar is gelijk aan het kalenderjaar. Alle bedragen luiden in euro's, tenzij anders vermeld.

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

### Waarderingsgrondslagen

#### Waardering van beleggingen en overige activa en passiva

De waardering van activa en passiva geschiedt naar maatstaven die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd.

Ten behoeve van de bepaling van het fondsvermogen worden de beleggingen in het Fonds als volgt gewaardeerd:

- beursgenoteerde effecten worden gewaardeerd tegen de laatst gedane officiële beurskoers of, indien geen notering heeft plaatsgevonden, tegen het gemiddelde van de bied- en laatkoers van de vorige handelsdag of op de door de beheerder vastgestelde reële waarde indien dit in het belang van de participanten is.
- liquide middelen en deposito's worden gewaardeerd tegen nominale waarde.

De waardering van de overige activa en passiva vindt eveneens plaats tegen nominale waarde. Hieronder vallen mede de opgelopen interest, de vastgestelde, nog niet ontvangen dividenden en de verschuldigde, nog niet in rekening gebrachte kosten en vergoedingen.

#### Bepaling resultaat

Het resultaat wordt bepaald door de aan de verslagperiode toe te rekenen gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten, dividenden en interest te verminderen met de aan de verslagperiode toe te rekenen lasten. De in de verslagperiode opgetreden gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten worden bepaald door op de verkoopopbrengst dan wel de balanswaarde aan het einde van de verslagperiode de aankoopwaarde dan wel de balanswaarde aan het einde van de vorige verslagperiode in mindering te brengen.

## Toelichting op specifieke posten van de balans

### 1. Beleggingen

Alle beleggingen hebben betrekking op (certificaten van) aandelen in de genoemde beursgenoteerde ondernemingen.

De mutaties in de beleggingen zijn hieronder gespecificeerd (bedragen in € 1.000):

Stand begin verslagperiode		40.002
Aankopen	22.701	
Verkopen	-15.754	
Waardeveranderingen van beleggingen	<u>-8.777</u>	<u>-1.830</u>
Stand einde verslagperiode		<u>38.172</u>

De transactiekosten die gemoeid zijn met de aan- en verkopen van de beleggingen bedragen gemiddeld 0,2% van de effectieve waarde.

De specificatie van de beleggingen per 30 juni 2008 is als volgt (bedragen in € 1.000):

Nedap	3.006	7,9%
Exact Holding	2.480	6,5%
Aalberts Industries	2.400	6,3%
Unit 4 Agresso	2.388	6,2%
TKH Group	2.142	5,6%
Koninklijke BAM Groep	2.136	5,6%
Ordina	2.135	5,6%
Sligro	2.048	5,4%
DNC De Nederlanden Compagnie	2.004	5,2%
Crucell	1.785	4,7%
Brunel International	1.775	4,6%
HES Beheer	1.670	4,4%
Imtech	1.493	3,9%
Draka Holding	1.448	3,8%
USG People	1.441	3,8%
Neways Electronics International	1.338	3,5%
PEHAC	1.142	3,0%
ICT Automatisering	1.044	2,7%
Wavin	947	2,5%
LBI International	850	2,2%
DPA Flex Group	800	2,1%
Direct Wonen	606	1,6%
Macintosh Retail	532	1,4%
Beter Bed Holding	310	0,8%
Amsterdam Commodities	<u>252</u>	<u>0,7%</u>
	<u>38.172</u>	<u>100,0%</u>

## 2. Liquide middelen

De liquide middelen zijn direct opvraagbaar.

## 3. Fondsvermogen

De mutatie in het fondsvermogen is als volgt opgebouwd (bedragen in € 1.000):

Fondsvermogen begin verslagperiode		40.447
Saldo toetreders	6.439	
Saldo uittreeders	-518	
Saldo baten en lasten	<u>-7.682</u>	
		<u>-1.761</u>
Fondsvermogen einde verslagperiode		<u>38.686</u>

## 4. Voorziening prestatievergoeding beheerder

Het Fonds is aan de beheerder een prestatievergoeding verschuldigd, die achteraf op jaarbasis betaalbaar is. De prestatievergoeding per participatie bedraagt 15% van het positieve verschil tussen de "prestatiewaarde" en de "geïndexeerde waarde" per participatie.

De prestatiewaarde is de intrinsieke waarde per participatie (vóór de vaststelling van de prestatievergoeding) ultimo afgesloten boekjaar, vermeerderd met de door participanten verrekenbare dividendbelasting per participatie sinds het laatste boekjaar waarin een prestatievergoeding in rekening is gebracht.

De geïndexeerde waarde is de intrinsieke waarde per participatie (na toekenning van de prestatievergoeding) ultimo het laatste afgeronde boekjaar waarin een prestatievergoeding in rekening is gebracht, geïndexeerd met een samengesteld percentage van 15% per jaar.

Per 30 juni 2008 is geen prestatievergoeding verschuldigd aan de beheerder. Er is derhalve geen voorziening gevormd.

## 5. Voorziening prestatievergoeding beheerder

Hierin is begrepen een verplichting uit hoofde van nog af te wikkelen effectentransacties ten bedrage van € 279.000.

### Toelichting op specifieke posten van de winst- en verliesrekening

## 6. Opbrengst uit beleggingen

Hieronder is verantwoord het netto contante dividend.

## 7. Waardeveranderingen van beleggingen

Dit betreft de gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten op beleggingen, inclusief ontvangen aandelen uit hoofde van stockdividenden. De uitsplitsing is als volgt (bedragen in € 1.000):

Gerealiseerde koersresultaten	-1.553
Ongerealiseerde koersresultaten	<u>-7.224</u>
Totaal	<u><u>-8.777</u></u>

In bijlage 1 is een specificatie opgenomen van alle gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten.

## 8. Lasten

De total expense ratio (TER) van het Fonds over de verslagperiode, exclusief de voorziening prestatievergoeding voor de beheerder, bedraagt 1,62% op jaarbasis. De TER wordt berekend door de kosten te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende de verslagperiode. De gemiddelde intrinsieke waarde over de periode januari - juni 2008 wordt berekend op basis van de intrinsieke waarde van het Fonds per 1 januari, 31 maart en 30 juni, waarbij de waarde per 1 januari en 30 juni voor de helft wordt meegenomen. De gemiddelde intrinsieke waarde over de verslagperiode bedraagt € 41,1 miljoen.

De transactiekosten die worden gemaakt bij de aan- en verkoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen en zijn daarom niet opgenomen in de TER.

## 9. Vaste beheervergoeding

Dit betreft de door Keijser Capital Asset Management B.V. aan het Fonds in rekening gebrachte vaste beheervergoeding van 1,2% op jaarbasis over de gemiddelde omvang van het fondsvermogen. Deze vaste beheervergoeding wordt aan het einde van iedere maand gereserveerd ten laste van het fondsvermogen (0,1%) en aan het begin van de daaropvolgende maand betaalbaar gesteld.

## 10. Overige bedrijfskosten

De overige bedrijfskosten bestaan onder meer uit accountantskosten, kosten voor fiscale en juridische adviezen, drukwerk, bewaarloon, vergaderingen, en marketingkosten (inclusief ontwikkeling website).

## Overige toelichtingen

### Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

Het beheer van het Fonds wordt gevoerd door Keijser Capital Asset Management B.V. Er worden geen kerntaken uitbesteed aan derden.

Aan- en verkopen van beleggingen vinden bij verschillende financiële instellingen plaats, waaronder Keijser Capital N.V. De hoogte van de transactiekosten is bij alle betrokken instellingen gelijk en bedraagt 0,2% over de effectieve waarde.

**Bijlage 1: specificatie gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten**

(bedragen in € 1.000)	gerealiseerde waardeveranderingen	ongerealiseerde waardeveranderingen	totaal waardeveranderingen	ontvangen dividend
Aalberts Industries	-135	-1.248	-1.383	63
Acomo	0	-47	-47	14
Koninklijke BAM Groep	-29	-832	-861	153
Beter Bed Holding	-59	-10	-69	0
BinckBank	-17	0	-17	0
Brunel International	0	-851	-851	74
Crucell	-173	-925	-1.098	0
Direct Wonen	0	10	10	0
DNC	0	-517	-517	115
DPA Flex Group	0	-1.200	-1.200	0
Draka Holding	-1	-630	-631	58
Eriks Group	106	0	106	0
Exact Holding	0	-685	-685	81
Grontmij	317	0	317	70
HES Beheer	87	443	530	40
ICT Automatisering	0	-721	-721	70
Imtech	103	75	178	38
Kendrion	-921	0	-921	0
Koninklijke Wessanen	-31	0	-31	26
LBI International	-220	-941	-1.161	0
Macintosh Retail Group	-212	-271	-483	46
Nedap	0	-1.015	-1.015	203
Neways Electronics Int.	-10	-796	-806	74
Nyloplast	-4	0	-4	0
Ordina	15	-469	-454	26
PEHAC	-1	-106	-107	0
Schuitema	6	0	6	0
Sligro	163	-110	53	4
Smit International	18	0	18	0
Telegraaf Media Groep	-69	0	-69	0
Ten Cate	14	0	14	0
TKH Group	117	-2	115	104
Unit 4 Agresso	0	-442	-442	32
USG People	-357	-1.311	-1.668	69
Wavin	-260	-1.164	-1.424	31
<b>Totaal</b>	<b>-1.553</b>	<b>-13.765<sup>1</sup></b>	<b>-15.318</b>	<b>1.391</b>
w.v. ongerealiseerd 2007		<b>-6.541</b>	<b>-6.541</b>	
<b>Totaal 2008</b>	<b>-1.553</b>	<b>-7.224</b>	<b>-8.777</b>	<b>1.391</b>

<sup>1</sup> betreft het totaal aan ongerealiseerde waardeveranderingen ten opzichte van de oorspronkelijke aanschafwaarde