

MAANDBERICHT OVER JUNI 2008

Inleiding

Na twee maanden van geleidelijk stijgende koersen werd de Nederlandse small- en midcapmarkt in juni geconfronteerd met een scherpe koersreactie. De combinatie van blijvend hoge grondstofprijzen, waardoor de inflatieverwachtingen opwaarts worden bijgesteld en stijgende korte rentetarieven brachten in de verslagmaand juni een kopersstaking teweeg. Op soortgelijke wijze als in november 2007 en januari dit jaar was er in juni een scherpe koersval. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund daalde van € 95,40 naar € 80,49, ofwel een teruggang van bijna 16%.

Per 30 juni 2008 was voor een bedrag van € 38,2 miljoen belegd in 25 ondernemingen. Per 1 juli 2008 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 38,8 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 98,5% van het vermogen is belegd.

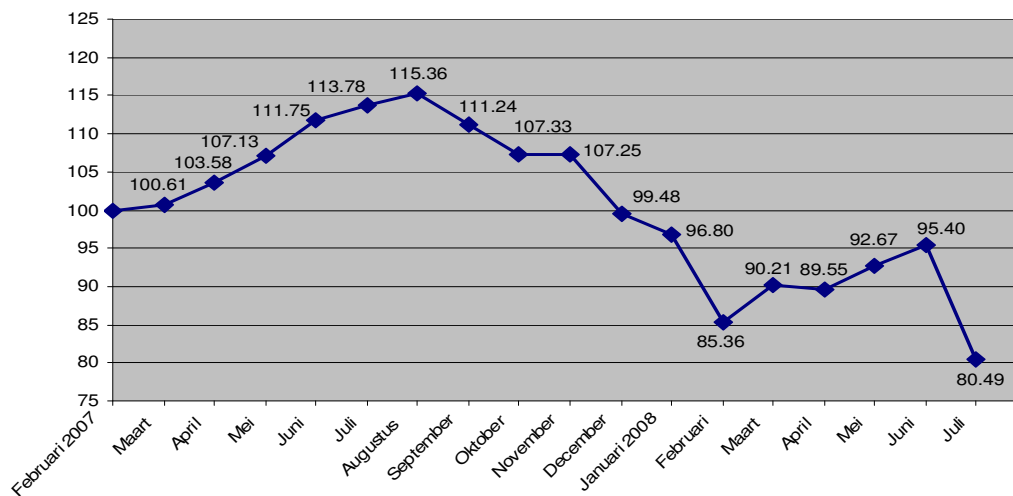
De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie per 1 juli 2008	€ 80,49
Fondsvermogen per 1 juli 2008	€ 38.779.193
Aantal uitstaande participaties per 1 juli 2008	481.233

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	-	0,61	2,95	3,43	4,31	1,82	1,39	-3,57	-3,51	-0,01	-7,24	-2,70	-3,20	-3,20
2008	-11,82	5,68	-0,73	3,48	2,95	-15,6							-16,8	-19,5

Intrinsieke Waarde



Mutaties in de portefeuille

Omdat de zomermaanden worden gekarakteriseerd door afwezigheid van bedrijfsnieuws en gemiddeld lage beursomzetten, hebben wij in het licht van het gure beursklimaat begin mei de liquide positie in de eerste twee weken van juni vergroot tot ruim 6% van de portefeuilleomvang. Daartoe werd winstgenomen op de positie in ingenieursbureau **Grontmij** en op een deel van het belang in **Imtech**. Op beide verkopen werd de interne rendementseis van 15% ruimschoots gerealiseerd. In de top van de portefeuille werden de posities in **Aalberts Industries**, **BAM Groep** en **Draka Holding** verkleind, waarbij eerder dit jaar gekochte pakketten met koerswinst werden verkocht. Het belang in **Macintosh Retail Group** werd verder gereduceerd, omdat op korte termijn (de komende drie tot zes maanden) onzes inziens een verdere koersdaling niet mag worden uitgesloten. De binnenlandse markt voor non-food consumentenbestedingen vertoont de eerste maanden van 2008 een lichte krimp. Het belang in **Neways Electronics** werd enigszins verkleind, nadat de Brabantse toeleverancier aan de electrotechnische industrie met een onverwachte winstwaarschuwing voor de eerste helft van dit jaar naar buiten kwam.

In de tweede helft van juni zijn wij een aankoopprogramma begonnen. De eerder verkochte aandelen in **BAM Groep**, **Draka Holding** en **Imtech** zijn tegen aanzienlijk lagere koersen (> 15%) teruggekocht. De posities in **Crucell**, **Exact Holding**, **ICT Automatisering**, **Ordina**, **Sligro Food Group** en **Wavin** zijn uitgebreid. **Beter Bed** is opnieuw in de portefeuille opgenomen, nadat de koers in een vrije val was terechtgekomen (-20%). De aandelen noteren thans 8 maal de verwachte winst per aandeel met een zeer aantrekkelijk verwacht contant dividendrendement van circa 10%. De koers van software-ontwikkelaar Exact werd eveneens onevenredig zwaar geraakt in de correctie van juni. Het aandeel kan op een koers < € 20,- worden gezien als een solide defensieve belegging met een dividendrendement van > 9%. De positie in Ordina werd belangrijk uitgebreid in anticipatie op de uitkomst van de mogelijke aankoop van de Business Application Services activiteiten van KPN/Getronics. Zowel het scenario van de daadwerkelijke aankoop van deze activiteit als een eventueel niet-doorgaan (ook Capgemini en Atos Origin zijn in de race voor de overname) zullen naar ons oordeel een positief effect op de ondergewaardeerde beurskoers sorteren. Ordina is namelijk nagenoeg schuldenvrij, de kans is groot dat het dividendbeleid wordt aangepast (hogere pay-out) en het dividend van € 0,20 substantieel zal worden verhoogd. Wij voorzien een opwaarts koerspotentieel van ten minste 30% voor Ordina vanaf de huidige koers van € 9,50. De positie in Sligro Food Group werd na de koersreactie van begin juni substantieel vergroot. Als typisch defensieve belegging vaart Sligro momenteel zeer wel bij het fraaie zomerweer dat een belangrijke impuls vormt voor hoge foodbestedingen. Wij hanteren een koersdoel van € 35,- voor Sligro Food Group, hetgeen een opwaarts koerspotentieel van ruim 30% inhoudt ten opzichte van de € 26,50 die thans wordt genoteerd.

Bedrijfsnieuws

Macintosh Retail Group kwam met een teleurstellende trading update. De tegenvallende marktomstandigheden over het eerste kwartaal van 2008, hebben zich tot nu toe in het tweede kwartaal doorgezet. Vooral in de voor Macintosh relevante retailmarkten schoenen, kleding, fietsen en telecom was het dalende consumentenvertrouwen duidelijk merkbaar. De omzet zal in het eerste halfjaar van 2008 toenemen als gevolg van de overname van Brantano. Als gevolg van de expansie van circa 30 winkels en autonome kostenstijgingen zal sprake zijn van een behoorlijke stijging van de kosten. Hierdoor en vanwege een aantal incidentele integratie- en reorganisatiekosten bij Brantano, zal het bedrijfsresultaat volgens de huidige inzichten een aanmerkelijke daling laten zien ten opzichte van het record bedrijfsresultaat in de eerste helft van 2007 (€ 24,7 mln). Als gevolg van het lagere bedrijfsresultaat en hogere financiële lasten vanwege de overname van Brantano verwacht Macintosh dat in het eerste halfjaar 2008 sprake zal zijn van een zeer bescheiden netto winst bij de aan te houden activiteiten (2007: € 17,0 mln). Hoewel de tweede helft van het jaar traditioneel veel sterker is dan de eerste, acht Macintosh het onwaarschijnlijk dat de in het eerste halfjaar opgelopen achterstand wordt gecompenseerd. Het koopgedrag

van de consument en de marktomstandigheden blijven echter te grillig om thans al een goed beeld voor de tweede helft van het jaar te kunnen geven.

Wavin, marktleider in Europa op het gebied van kunststof buis- en leidingsystemen, verwacht voor het eerste halfjaar van 2008 een omzetgroei van circa 1% naar ongeveer € 835 mln (H1 2007: € 824 mln). Op een vergelijkbare basis, exclusief acquisities en valuta-effecten, zal de omzet naar verwachting met ongeveer 3% dalen. Wavin voorziet een Ebitda-marge over de eerste zes maanden van circa 11%, vergeleken met 13% in het zeer sterke eerste halfjaar 2007. Vanwege de verslechterende marktomstandigheden in de Britse en Ierse markt heeft de onderneming eerder een herstructurering aangekondigd van de Ierse organisatie. Met het oog op kostenbeheersing in het Verenigd Koninkrijk heeft Wavin besloten de laatste fase van de Hepworth-integratie, de bundeling van de commerciële organisatie, naar voren te halen. Beide herstructureringsmaatregelen samen leiden tot eenmalige kosten van circa € 9 mln die worden verwerkt in het resultaat van de eerste helft 2008. De projecten zijn in een vergevorderd stadium en worden in de komende maanden afgerond. De baten van deze maatregelen volgen in 2009 en verder. Waar en wanneer nodig zal het management passende maatregelen blijven nemen om de organisatie aan te passen aan de huidige verzwakkende constructiemarkt-cyclus.

Na publicatie van deze trading update is de koers van Wavin in een koersval terechtgekomen (-25%) en gedaald tot een historisch dieptepunt van € 4,79. Wij hebben dit moment aangegrepen om aandelen Wavin bij te kopen, ten slotte stond de koers een maand geleden nog op € 8,-. Op basis van verslechterende marktomstandigheden moet Wavin in 2008 in staat kunnen zijn om € 0,85 per aandeel te verdienen (2007: € 1,16). Tegen de huidige koers van € 5,90 worden aandelen Wavin op slechts 6,9 maal de verwachte winst per aandeel gewaardeerd en bedraagt het contante dividendrendement een aantrekkelijke 5,8%. Wij beschouwen Wavin dan ook als een value stock die onder intrinsieke waarde noteert. Op lange termijn staat de Wavin groep er goed voor, trends zoals verstedelijking, kleinere huishoudens, vervanging van traditionele materialen door kunststof, energie efficiency van huizen en klimaatverandering werken in het voordeel van Wavin.

Automatiseerder **Ordina** heeft bedrijfsonderdeel Ordina Technical Automation (TA) verkocht aan de huidige directie en investeerder Gilde Equity Management Benelux. Met de transactie was een bedrag van € 30 miljoen gemoeid, hetgeen overeenkwam met de marktconsensus. TA telt ongeveer 375 medewerkers. Het bedrijf haalde over 2007 een omzet van € 36 miljoen. Volgens Ordina heeft het verkochte onderdeel onvoldoende raakvlakken met de kernactiviteiten van het bedrijf op het gebied van consulting, ICT en outsourcing. Met de verkregen opbrengst wordt de kans kleiner dat Ordina een onderhandse plaatsing van aandelen zal doen, zodra de acquisitie van de Business Application Services-divisie van KPN/Getronics mogelijk wordt afgerond. De BPO (Business Process Outsourcing) divisie kwam met een tegenvallend bericht. Eén van de grote klanten Robeco Direct heeft besloten de outsourcingovereenkomst met Ordina BPO voortijdig te beëindigen. De aanleiding voor de beëindiging is dat er tussen Robeco Direct en Ordina BPO een verschil van inzicht is ontstaan over het nieuwe doelplatform waarop de Robeco backoffice processen door Ordina verwerkt zouden gaan worden. Ordina betreurt het besluit van Robeco ten zeerste. Partijen zijn op dit moment in overleg over de consequenties en verdere afwikkeling van dit besluit. Het aandeel Ordina is de laatste twee jaar een notoire underperformer geweest. Het aandeel noteerde eind april 2006 een koers van € 19,50 en is nadien in etappes meer dan 55% in waarde gedaald. De winst per aandeel is sindsdien bijna verdubbeld, hetgeen tot de paradoxale slotsom leidt dat markttechnische sentimenten, te weten de overhang van een aandelenemissie ter financiering van de BAS-divisie van KPN/Getronics, de overhand hebben gekregen ten opzichte van een nuchtere fundamentele analyse. Wij menen dat Ordina op de huidige koers van < € 9,- fors is ondergewaardeerd ten opzichte van de fair value. Vandaar dat wij in de verslagmaand onze positie hebben vergroot, waardoor Ordina thans de vijfde plaats in de ranking van onze portefeuille inneemt.

Onderzoekers van Percivia, een joint venture van DSM en **Crucell** in het Amerikaanse Boston, hebben een doorbraak bereikt in de productie van antistoffen met gekweekte zoogdiercellen. De gerealiseerde opbrengst is bijna verdubbeld ten opzichte van maart dit jaar, van 15 naar 27 gram per liter. De verhoogde opbrengst maakt het PER.C6-platform aantrekkelijker voor farmaceutische ondernemingen waaraan het product in licentie wordt gegeven om er therapeutische eiwitten mee te ontwikkelen. Het PER.C6-platform is een combinatie van Crucell's 'huislijn' PER.C6, een aan menselijk netvlies onttrokken cellijn die zichzelf blijft vermenigvuldigen, met de XD(TM)-technologie van DSM, waarmee de celdichtheid kan worden verhoogd. Het systeem dient als basis voor de productie van therapeutische eiwitten. Volgens Leendert Staal, president farmaceutica van DSM, verwachten de joint venture partners potentieel € 200 miljoen aan royalties te gaan realiseren. Deze verwachting is gebaseerd op een tarief van 2% van de uiteindelijke verkoopwaarde van de medicijnen en een aandeel van 25% op de markt voor nieuwe eiwitten en antilichamen. Ter vergelijking, Crucell rapporteerde over 2007 totaalopbrengsten ter grootte van € 178 miljoen. De gemelde doorbraak vergroot de kans op een versnelling van de groei van licentie-inkomsten. Crucell heeft verreweg het beste track-record voor wat betreft het realiseren van eerder gedane prognoses. Wij verwachten dat Crucell over 2010 de eerste netto winst per aandeel zal gaan rapporteren. Vorig jaar werd voor het eerst cashflow-positief gedraaid.

Kabelproducent **Draka Holding** meldde in een trading update dat zij voor het eerste halfjaar 2008 een netto resultaat van € 51 miljoen voorziet. Dit komt overeen met een winststijging van 30% in vergelijking met het resultaat van de eerste helft van 2007. Volgens Draka liggen een stabiele volumegroei, operationele verbeteringen, een betere product mix en kostenbesparende verbeteringen ten grondslag aan de progressie. Niettemin moest de koers van het aandeel Draka fors terrein inleveren. In twee dagen tijd werd circa 15% beurswaarde verloren. Oorzaak voor de negatieve reactie was onder andere een negatief valuta-effect van ongeveer 10% op het bedrijfsresultaat, circa € 7,5 mln. Dit bedrijfsresultaat steeg namelijk 'slechts' met 6% tot € 75 miljoen. Daarbij zorgde een eenmalige belastingbate van € 6 miljoen voor enige flattering van de nettowinststijging. Tenslotte was het vooralsnog uitblijven van een krachtig signaal van weer aantrekkende prijzen voor glasvezelkabel voor veel beleggers aanleiding een deel van de eerder dit jaar opgebouwde koerswinsten veilig te stellen. Ook wij hebben voorafgaand aan de trading update de positie in Draka Holding met 20% verkleind. Op de lagere koers van < € 19,- behoort Draka onzes inziens met een koers/winstverhouding < 8 maal de getaxeerde winst 2008 tot één van de meest aantrekkelijk gewaardeerde aandelen van Euronext Amsterdam.

Neways Electronics International maakte bekend dat de netto winst over de eerste helft van 2008 naar verwachting zal uitkomen tussen € 1,5 en 2,0 miljoen. De forse daling ten opzichte van het resultaat in de eerste helft van 2007 (€ 7,8 miljoen) dat nu als "uitzonderlijk sterk" wordt gekwalificeerd, maar ook ten opzichte van de eerste helft van 2006 (toen: € 4,7 miljoen), is met name het gevolg van lagere ordervolumes. Na een relatief goede start van 2008 had Neways in de afgelopen maanden te maken met een abrupte teruggang van de orderintake, met name van de halfgeleidersector. Met name de toelieferingen aan ASML, goed voor circa eenderde van de groepsomzet, waren hiervoor verantwoordelijk. Daarnaast was er door externe factoren sprake van een tijdelijk lager activiteitsniveau in het kader van een groot project in de defensiesector. In andere belangrijke sectoren, zoals de automotive, industriële en medische sector ontwikkelden orderintake en omzet zich per saldo naar verwachting en werden goede operationele marges gerealiseerd. Daar waar noodzakelijk zijn binnen de organisatie de kostenniveaus reeds aangepast aan het huidige activiteitsniveau. Voor Neways blijft het een strategische prioriteit om stap voor stap de organisatie zodanig in te richten dat de rendementsontwikkeling meer stabiel wordt voor marktfluctuaties. Tenslotte meldde Neways dat men ervan uitging dat sprake is van slechts een tijdelijk lagere vraag. Op 26 augustus publiceert Neways de halfjaarcijfers en zal ook een nadere toelichting worden gegeven op de ontwikkeling van de orderportefeuille. Als gevolg van de winstwaarschuwing verloor Neways ongeveer een kwart van haar beurswaarde. De onderneming blijkt, ook anno 2008, nog uiterst kwetsbaar voor een abrupte vraaguitval bij een van de belangrijke opdrachtgevers. Zelfs

inkrimping van de flexibele schil van uitzendkrachten – het bestand van circa 300 uitzendkrachten is inmiddels behoorlijk ingekrompen – kon niet vermijden dat er een flinke bres in de marge werd geslagen. Omdat voor de tweede helft van 2008 niet op een wezenlijke verbetering mag worden gerekend, zal de winst over dit jaar substantieel achterblijven bij onze (en andere) prognose(s). Weliswaar is het aandeel al behoorlijk afgewaardeerd, vanaf het huidige koersniveau voorzien wij op korte termijn weinig impulsen die tot een veel hogere waardering zullen leiden. Vanaf de tweede helft van 2009 is naar onze mening een behoorlijk herstelpotentieel aanwezig, temeer daar Neways in haar sector – Electronic Manufacturing Services – tot de mondiale top behoort.

In een trading update meldde detacheerder **DPA Flex Group** dat de omzet in de eerste vier maanden van 2008 is gedaald ten opzichte van dezelfde periode in 2007. Er werd per saldo met verlies gedraaid, zij het dat de gerealiseerde EBIT nog positief was op een vergelijkbaar lager niveau. De eind vorig jaar ingezette daling van de activiteiten in het financiële segment bij DPA Flex Nederland (veruit de grootste werkmaatschappij) heeft zich doorgezet in het begin van 2008. DPA Flex Nederland is onvoldoende in staat geweest deze daling op te vangen door groei in de overige segmenten. Dit heeft geresulteerd in een daling van de omzet in de eerste vier maanden ten opzichte van dezelfde periode in 2007. DPA Flex Nederland heeft een verlaging van de operationele kosten gerealiseerd. Deze compenseert de achterblijvende bruto marge vooralsnog niet voldoende, waardoor de EBIT-bijdrage van DPA Flex Nederland in het resultaat van de groep negatief is geworden. Ook het resultaat van GEOS IT Professionals bleef achter bij de verwachtingen door een combinatie van een daling van het aantal projecten, een toename van het aantal niet-productieve uren en een hierdoor noodzakelijk geworden kostenreductie. Tenslotte liet de combinatie Supply Chain People en Conink Consultants mooie groeicijfers zien. De inmiddels afgeronde integratie heeft ertoe geleid dat er tijdelijk sprake is geweest van een hoger kostenniveau, hetgeen de EBIT-marge heeft gedrukt. De nieuw aangetreden CEO, Michel van Hemele, heeft inmiddels een aantal doelstellingen geformuleerd om op verschillende terreinen verbeteringen te realiseren. Hiervan zijn de invoering van een directer aansturingsmodel en de vergroting van de efficiency van de administratieve processen de meest in het oog springende. Door de focus op deze commerciële en operationele processen verwacht het bestuur de EBIT marges op termijn te kunnen verbeteren. De eerste effecten worden, afhankelijk van de onzekere marktsituatie (kredietcrisis, verlaagde economische vooruitzichten), verwacht in de loop van de tweede helft van 2009. Hiermee loopt DPA onzes inziens een onoverbrugbare achterstand op ten opzichte van de concurrentie, die hun organisaties wél op orde hebben en de komende periode marktaandeel van DPA zullen gaan winnen. Wij vermoeden dat DPA Flex Group op de huidige koers van € 4,- als overnamekandidaat aantrekkelijke aspecten in zich bergt, maar als stand alone investering feitelijk is overgewaardeerd. De komende periode zullen wij ons beraden ten aanzien van het perspectief van DPA Flex Group in onze portefeuille. Na deze trading update heeft DPA Flex Group ruim 1 mln nieuwe gewone aandelen geplaatst in een onderhandse plaatsing tegen € 3,87 per aandeel. De onderhandse plaatsing was ruim overtekend door institutionele beleggers, het huidige management heeft zelf ook meegedaan.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juli 2008 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Nedap	7,7%
Unit 4 Agresso	6,4%
Exact Holding	6,3%
Aalberts Industries	6,1%
Ordina	5,6%
TKH Group	5,5%
BAM Groep	5,5%
Sligro Food Group	5,3%
DNC De Nederlanden Compagnie	4,6%
Crucell	4,7%
Overige 15 ondernemingen	40,8%
Liquiditeiten en overige	1,5%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De waarderingen van de meerderheid van de ondernemingen uit onze portefeuille verdisconteren, na de koerscorrectie van juni, inmiddels een behoorlijke winstdaling in de komende twaalf à achttien maanden. Wij zijn van mening dat weliswaar moet worden gerekend met een vertraging van de winstgroei en in enkele gevallen met een (bescheiden) winstdaling, maar evenzeer dat de bereikte waarderingen alleszins aantrekkelijk zijn om op dezelfde termijn van één, anderhalf jaar een goed rendement te mogen verwachten. Immers, beurskoersen lopen gemiddeld zes à negen maanden vóór op de economische realiteit en dit wettigt de verwachting dat wij de komende zomermaanden de laagste koersniveaus kunnen bereiken. De aanhoudende zorgelijke berichtgeving over stijgende grondstofprijzen, daardoor oplopende inflatieverwachtingen en hierop volgende renteverhogingen, vormt de juiste achtergrond om vanaf de huidige koersniveaus nog enig neerwaarts koerspotentieel te mogen verwachten. Deze daling zullen wij evenwel aangrijpen om de portefeuillestructuur verder te optimaliseren door enkele selectief gerichte aankopen.

Wij vertrouwen erop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd en zijn desgewenst graag bereid tot het geven van een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

W.F. Burgers
K.J. Vogel

9 juli 2008

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen