

## MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2007

### Inleiding

Per saldo bleef de intrinsieke waarde per participatie stabiel in oktober. Onderliggend was evenwel sprake van een onveranderd hoge volatiliteit. De defensieve kwaliteit van de portefeuille was voldoende om een verdere koersdaling te vermijden.

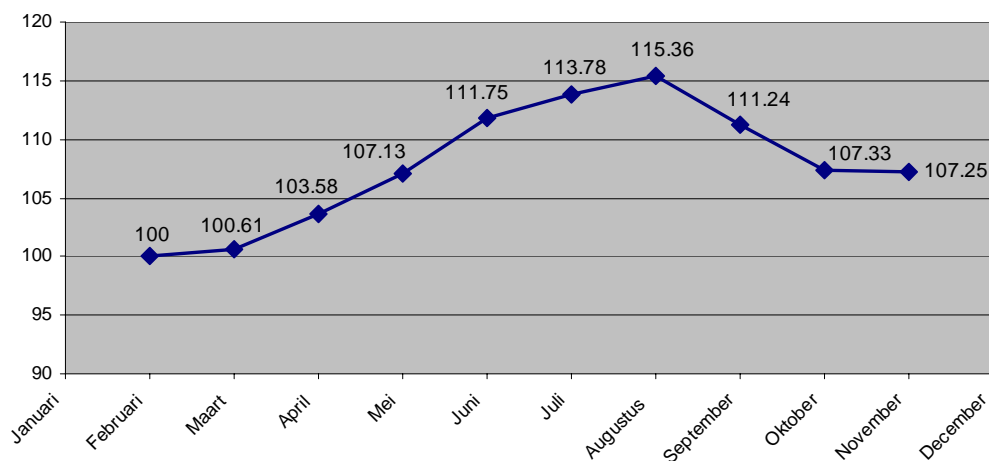
Ultimo oktober was voor een bedrag van € 43,7 miljoen belegd in 25 ondernemingen. Per 1 november 2007 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 44,8 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 98% van het vermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 1 november 2007	€ 107,25
Fondsvermogen per 1 november 2007	€ 44.812.637
Aantal uitstaande participaties per 1 november 2007	417.848

De gerealiseerde rendementen vanaf de start van het fonds zijn in het volgende overzicht weergegeven:

Jaar	Februari	Maart	April	Mei	Juni	Juli	Augustus	September	Oktober	Cumulatief
2007	0,61%	2,95%	3,43%	4,31%	1,82%	1,39%	-3,57%	-3,51%	-0,01%	7,25%



### Ontwikkelingen in de portefeuille

De mutaties in de portefeuille hadden in hoofdzaak betrekking op lichte uitbreidingen van bestaande posities op inmiddels bereikte, lagere koersniveaus. In dit kader kunnen aankopen in Brunel, Draka Holding, ICT Automatisering, Macintosh Retail Group, Nedap, USG People en Wavin worden gemeld.

Als nieuwe naam verscheen automatiseerder Ordina in de portefeuille. De koers van dit kwaliteitsaandeel is sinds medio april gestaag afgekomen vanaf een niveau van € 18,40. Op € 13,70 zijn wij een aankoopprogramma gestart, ofwel ruim 25% onder het koersniveau van zes maanden geleden. De middellange termijn vooruitzichten voor Ordina beoordelen wij als zonder meer gunstig. De waardering is met ongeveer 10 maal de getaxeerde winst 2008 en een dividendrendement van 1,5% laag in historisch perspectief.

Wij namen winst op de positie in Koninklijke Ten Cate (KTC) en realiseerden een resultaat van 17% op de aankoopprijs. De later gerapporteerde derde kwartaalcijfers bleven beduidend achter bij de marktverwachting, ofschoon KTC de prognose van de jaarwinst 2007 handhaafde. De koers van KTC geraakte echter in een vrije val en verloor ruim 20% van haar beurswaarde in twee dagen tijd. Op dit lagere koersniveau achten wij het aandeel zonder meer koopwaardig, maar vanwege het huidige, onzekere beursklimaat sluiten wij enige verdere koersdaling evenwel niet uit.

De scherpe koerscorrectie in KTC was geen incident. Ondernemingen die met tegenvallend bedrijfsnieuws kwamen, zagen hun beurswaarderingen zwaar onder druk komen te liggen. Een prominent voorbeeld was bouwbedrijf Heijmans dat onverwacht een winstwaarschuwing de wereld instuurde en 28% van de beurswaarde inleverde.

Ook het Add Value Fund bleef niet gevrijwaard van tegenvallend bedrijfsnieuws. Qurius, specialist op het gebied van de installatie van Microsoft Dynamics software, meldde een tegenvallende ontwikkeling in het derde kwartaal. Op een omzet van € 27,3 miljoen (3<sup>e</sup> kwartaal 2006: € 8,6 miljoen) werd een negatieve EBIT van € 1,1 miljoen geboekt (3<sup>e</sup> kwartaal 2006: € 0,4 miljoen). Weliswaar had Qurius een vlak EBIT-resultaat verwacht vanwege de traditioneel lage service-omzet in de vakantie maanden juli en augustus, waarin tevens de licentie-omzet lager is, maar uiteindelijk bleek over de gehele linie sprake te zijn van een zwakker kwartaal dan voorzien. De integratie met de eind 2006 overgenomen Watermark-bedrijven verloopt moeizamer dan verwacht en daarnaast heeft Qurius bij het invullen van de projecten last van de krapte op de arbeidsmarkt, waardoor een groter dan gewenst deel van de diensten met subcontractors moet worden ingevuld. Dit veroorzaakte druk op de marges. Qurius heeft als middellange termijn doelstelling om in de Europese landen waar het bedrijf actief is, een topositie in te nemen als leverancier van op Microsoft-technologie gebaseerde bedrijfsoplossingen. Qurius heeft de afgelopen maanden door middel van acquisities in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Zweden stappen vooruit gezet om een aantal te kleine operaties van meer omvang te voorzien en zo zijn positie in deze landen te versterken. Voor deze acquisities geldt dat de positieve effecten op de marge pas na integratie van de bedrijven in de loop van 2008 mogen worden verwacht. In het licht van bovenstaande punten verwacht Qurius voor geheel 2007 een omzet tussen € 108 en 115 miljoen en een EBIT tussen € 3,5 en 4,5 miljoen te realiseren. Al met al is Qurius geconfronteerd met een forse tegenwind die door beleggers werd gehonoreerd met een koerscorrectie van 19%. Wij hadden het belang in Qurius in oktober voor de cijfers enigszins verkleind. Op de huidige koers van € 0,78 is het aandeel Qurius terug op het niveau van vóór de overname van Watermark eind vorig jaar. Gezien het hogere risicoprofiel dat aan deze acquisitie blijkt te zijn verbonden en de overige problemen waarmee het management wordt geconfronteerd om de groeistrategie uit te voeren, achten wij de kans op een snel koersherstel klein. Vandaar dat wij het belang in Qurius begin november hebben afgestoten.

Een tweede tegenvallend derde kwartaalbericht kwam van LBI International, marktleider op het gebied van multimediale marketingondersteuning voor multinationals. De derde kwartaalcijfers van LBI bleven belangrijk achter bij de taxaties van analisten, deels doordat eenmalige aspecten de transparantie van de cijfers nadelig beïnvloedden. Bovendien verlaagde het management de prognose van het jaarresultaat naar een 10% hogere omzet (voorheen: +12-20%) en een bescheiden (was aanzienlijke) verbetering van de operationele marge. De koers van LBI verloor 16% in waarde nadat deze in voorgaande maanden reeds fors was gecorrigeerd. Op de huidige koers van € 3,75 doet het aandeel een substantiële discount ten opzichte van de DCF-waarde van circa

€5,50, welke waardering ook de beurskoers was vier maanden geleden. Wij menen dat de recente koerscorrectie het aandeel te zwaar heeft gestraft voor het tegenvallende interimbericht. Op de lagere koersniveaus hebben wij het belang in LBI derhalve licht vergroot.

De positieve ontwikkelingen in de portefeuille hadden evenwel de overhand in de verslagmaand. De langverwachte overname van Alex door beleggersbank Binck werd bewaarheid. De marktreactie was uitgesproken positief gezien de koersstijging van ruim 23%. De schaalvoordelen van de combinatie zijn indrukwekkend, zij het dat voor een substantiële bijdrage aan de winst per aandeel moet worden gewacht tot 2010. Wij hebben de winst op de deelneming in BinckBank inmiddels gerealiseerd.

De sector softwareontwikkeling en -distributie stond in oktober sterk in de belangstelling van beleggers. Onze deelnemingen in Exact Holding en Unit 4 Agresso (gezamenlijk 14% van de portefeuille) stegen respectievelijk 4,7% en 8,7% in waarde. Naast een uitstekende omzet- en winstontwikkeling is de internationale consolidatietendens in de sector mede debet aan de hernieuwde belangstelling van beleggers.

Uitzendgroep USG People boekte een koersherstel van 5% nadat de derde kwartaalcijfers een bevestiging van de goede gang van zaken van de voorgaande kwartalen bleken te zijn. Weliswaar bleef de omzetgroei achter bij de marktconsensus, de margeontwikkeling bood hiervoor echter ruimschoots compensatie. Als zogenaamde 'late cyclical' in de uitzendsector noteert het aandeel USG People momenteel op een discount van 20% ten opzichte van de 'peer group'.

Tenslotte veerde de koers van industrieel toeleverancier Kendrion op met een koersappreciatie van 7%. Het weinig liquide aandeel is onzes inziens een aantrekkelijke turn around kandidaat die later dit jaar wellicht de lang verwachte verkoop van de Automotive-divisie zal bekendmaken. Dit zal het risicoprofiel van Kendrion ten goede komen en de zogenaamde 'conglomerate discount' doen afnemen. Kendrion meldde begin oktober de overname van KDI Plastiques in Frankrijk met vestigingen in Toulouse en Bordeaux, ter versterking van de activiteiten van de divisie Vink. KDI Plastiques heeft een omzet van €7 miljoen en 14 medewerkers. De divisie Vink (omzet 2006 circa €300 miljoen) is actief in 14 Europese landen, waaronder Frankrijk. De strategie van Vink is erop gericht zich verder te ontwikkelen als een Pan-Europese speler, die streeft naar marktleidende posities in de landen waarin zij actief is. In dit kader wordt met name gestreefd naar verdere versterking van de activiteiten in Duitsland en Frankrijk. Door de acquisitie van KDI Plastiques wordt de positie van Vink in het zuiden van Frankrijk aanmerkelijk versterkt. De acquisitie draagt direct bij aan de winst; de koopsom bedroeg circa €1,5 miljoen. Wij gaan uit van een winst per aandeel 2007 van €1,75 en van €2,10 voor 2008, waarmee de aandelen een bescheiden waardering van circa 10 maal de verwachte winst 2008 doen.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 november 2007 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Nedap	7,8%
Aalberts Industries	7,4%
Unit 4 Agresso	7,3%
Exact Holding	6,8%
Kendrion	6,0%
De Nederlanden Compagnie	5,9%
USG People	5,6%
Neways Electronics	4,8%
BAM Groep	4,5%
Wavin	4,2%
Overige 15 ondernemingen	37,3%
Liquiditeiten en overige	2,4%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De eerste week van november stond in het teken van verder aanbod van Nederlandse small- en midcaps door met name Angelsaksische beleggers. Daarbij werden cijfers die de verwachtingen van analisten overtroffen (Brunel, Neways) voor kennisgeving aangenomen en ging een incidentele winstwaarschuwing (Wavin) gepaard met een verdere koerscorrectie van ruim 10%. Wij hebben de liquide positie in de portefeuille recent enigszins verhoogd, omdat wij niet uitsluiten dat de huidige fase van tijdelijk overaanbod van small- en midcaps zal aanhouden. Daarentegen zullen wij niet schromen om op zogenaamde 'oversold' niveaus onze posities geleidelijk uit te breiden. Naar onze mening zijn veel koersen de laatste drie maanden onevenredig sterk gedaald en bieden de vooruitzichten voor 2008 en 2009 voldoende houvast om na de huidige correctiefase een sterk, deels technisch, koersherstel te mogen verwachten.

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

Met vriendelijke groet,  
W.F. Burgers  
K.J. Vogel

6 november 2007

---

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen