

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2008

Inleiding

Na een gemiddeld vlakke koersontwikkeling in de eerste drie weken verloor de aandelenmarkt in de laatste week van september fors terrein door het oplaaien van de kredietcrisis. De crisissituatie in het Amerikaanse bankwezen sloeg in deze periode over naar Europa met de nationalisering van de Nederlandse tak van Fortis als voorlopige climax.

Met een daling van de intrinsieke waarde van 10,4% van € 81,37 naar € 72,89 presteerde het Add Value Fund overigens beter dan het marktgemiddelde, hetwelk een teruggang van 19,7% noteerde. Per 30 september was voor een bedrag van € 35,8 miljoen geïnvesteerd in 25 ondernemingen. Per 1 oktober 2008 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 37,4 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 95,9% van het vermogen is belegd.

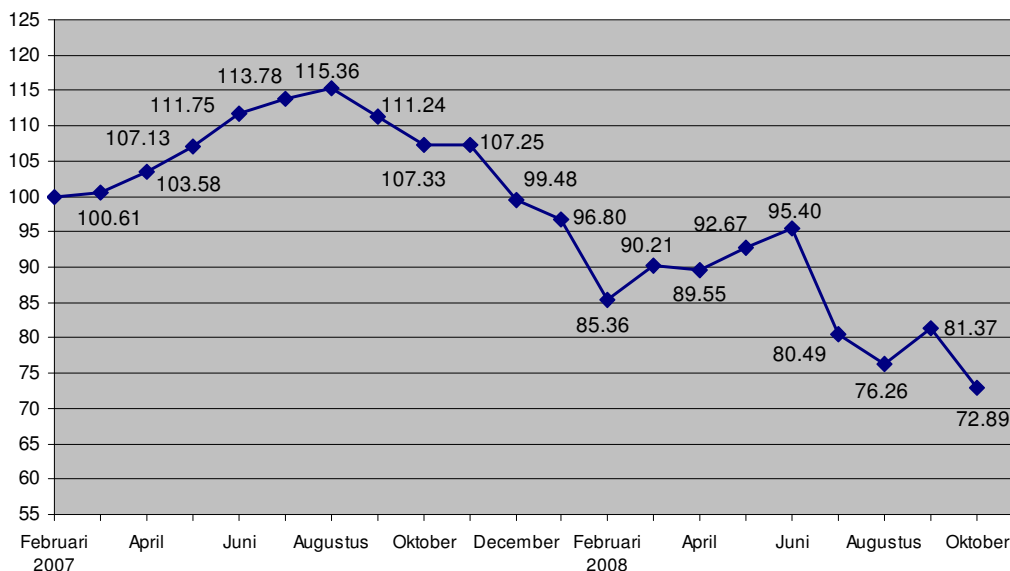
De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie per 1 oktober 2008	€ 72,89
Fondsvermogen per 1 oktober 2008	€ 37.385.785
Aantal uitstaande participaties per 1 oktober 2008	512.588

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	-15,63	-5,26	6,70	-10,4				-24,70	-27,11

Intrinsieke Waarde



Mutaties in de portefeuille

In de verslagmaand werd het defensieve profiel van de portefeuille verder aangescherpt. Het resterende belang in uitzendgroep **USG People** werd verkocht. De belangen in **DPA Flex Group** en **Neways** werden licht teruggebracht. De positie in **Exact Holding** werd belangrijk teruggebracht door gebruik te maken van het lopende inkoopprogramma van de onderneming. Hierdoor was het aandeel op relatieve basis te duur geworden in vergelijking met sectorgenoot **Unit 4 Agresso**. De positie in technisch dienstverlener **Imtech** werd fors uitgebreid, waardoor dit belang nu de derde positie in de portefeuille inneemt. Het winstmomentum van Imtech behoort tot het hoogste in de markt en het business model biedt goede weerstand tegen een afzwakking van de economische groei.

De belangen in **Brunel** en **Sligro Food Group** (SFG) werden uitgebreid op aantrekkelijke koersniveaus. Brunel bekleedt thans de vierde positie in de portefeuille, SFG de negende. Voorts werden de belangen in **Direct Wonen**, **Draka Holding** en **Ordina**, na relatief grote koersdalingen, uitgebreid. Op posities in **Grontmij** en **TKH Group** werden attractieve arbitrageresultaten geboekt.

Als nieuwe namen verschenen **CSM** en **Smit Internationale** in de portefeuille. Smit Internationale is doelwit van een poging tot vijandige overname door Boskalis. De voorlopig geïndiceerde biedprijs in contanten van € 62,50 is naar onze mening voor Boskalis een eerste aanzet om een onderhandelingspositie te verwerven. Een succesvolle bieding zal naar verwachting met het cijfer 7 dienen te beginnen.

Bedrijfsnieuws

Financieel detacheerder **DNC De Nederlanden Compagnie** wordt overgenomen door de Zwitserse marktleider Adecco. De biedingsprijs bedraagt € 12,25 in contanten per aandeel, waarmee DNC op 7,2 maal de verwachte winst 2008 van € 1,70 wordt gewaardeerd. Deze bescheiden exit-prijs is onzes inziens toch acceptabel gezien de huidige onzekerheid in de markt, de geringe en derhalve kwetsbare omvang van DNC, alsmede het illiquide karakter van het aandeel. Op de exit-koers realiseren wij een netto rendement van ruim 20%, hetgeen op jaarbasis nagenoeg overeenkomt met de interne doelstelling van ten minste 15%.

Wij legden een bedrijfsbezoek af aan **Nedap** te Groenlo. De directie, bestaande uit Ruben Wegman en Willem Badenhop, kapitaliseert momenteel op de enkele jaren geleden ingeslagen weg om vanuit een servicegerichte architectuur de verschillende deelmarkten te gaan ontwikkelen. Op basis van de zogenaamde meerlaagse Dweb-architectuur werd als eerste product in vijf jaar tijd het Aeos-systeem gebouwd dat nu de basis vormt van de klantgroep Security Management. Nedap Security Management is inmiddels uitgegroeid tot Europees marktleider en toonaangevend op het gebied van IP gebaseerde security management systemen.

Doordat Nedap nu over een algemene architectuur beschikt, is de onderneming in staat om in een fractie van de kosten en de tijd een specifieke oplossing voor een bepaald marktsegment te maken. Waar de productie van het Aeos-platform een tijdsinvestering van vijf jaar vergde, heeft die van het Velos-platform voor de varkenshouderij slechts twee jaar gekost. Juist de klantgroep Agri, waarin de automatisering, beheer- en informatiesystemen voor de melkvee- en varkenshouderij zijn ondergebracht, maakt momenteel een stormachtige groei door. De aanhoudend hoge melkprijzen hebben de vraag naar zowel melkrobots als naar volledig geautomatiseerde traditionele melkstallen doen toenemen. Over het eerste halfjaar van 2008 werd een flinke omzettingstijging ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder geboekt. Naast een technologische versnelling heeft het Nedap-bestuur tevens ingezet op een internationale commerciële expansie. Dat deze ontwikkeling steeds meer succes heeft, moge blijken uit een aantal verworven aansprekende opdrachten. Zo werd eerdergenoemd Velos-platform bijvoorbeeld dit jaar reeds geïntroduceerd op de Amerikaanse en Chinese markt. Daarnaast werd begin dit jaar tesamen met de Canadese partner Trojan Technologies het project voor de bouw van de grootste UV drinkwaterreinigingsinstallatie voor de stad New York binnengehaald. In deze installatie wordt gebruik gemaakt van de UV3000+ lamp driver die door Nedap-dochter Inventi voor de groep Light Controls wordt geproduceerd. Er

worden ruim 5.500 UV lampen geïnstalleerd die door de Nedap lamp drivers worden aangestuurd. De UV installatie gaat binnenkort ruim 8,3 miljard liter water per dag leveren aan de ruim 9 miljoen inwoners van New York en omstreken. Ook op het gebied van Radio Frequency Identification (RFID) bekleedt Nedap internationaal een toonaangevende positie. Het AVI (Automatische Voertuigidentificatie) systeem wordt onder andere door Saudi Aramco en Total toegepast op de depots en raffinaderijen in Centraal en Noord-Europa. Nedap ontwikkelt zich volgens de directie steeds meer als een Venture Factory. Het feit dat het halfjaarresultaat 2008 geschoond voor een afboeking van € 1,5 miljoen (geactiveerde ontwikkelingskosten voor de Amerikaanse stemmachine) en het nagenoeg wegvallen van de opbrengsten in de klantgroep Verkiezingssystemen, met 19% steeg is voldoende illustratie van het succes van het business model van Nedap. Een andere aansprekende indicator is de toegevoegde waarde per werknemer. Deze bedraagt voor dienstverleners als ATOS Origin en ICT circa € 100 – 110.000,- per jaar, terwijl Nedap gemiddeld € 145 – 150.000,- scoort. Wij voorzien de komende jaren een aanhoudend hoge double digit groei voor Nedap. De huidige waardering van circa 10 maal de getaxeerde winst 2008 (€ 2,00 per aandeel) en het dividendrendement van 8,6% zijn onzes inziens een flauwe afspiegeling van het geboden potentieel.

De orderingang bij technisch dienstverlener **Imtech** vertoont duidelijk tekenen van versnelling. In september werden drie opdrachten verworven ter waarde van € 320 miljoen, waaronder een aansprekend langlopend onderhoudscontract voor Caterpillar. Tot nu toe boekte Imtech dit jaar in totaal voor € 1,193 miljard aan nieuwe opdrachten. Per ultimo 2007 had het orderboek een omvang van € 3,7 miljard, zodat dit in de eerste drie kwartalen met ruim 32% is gestegen. Wij hebben de positie in Imtech in september belangrijk vergroot. Inmiddels is Imtech de derde grootste positie in de portefeuille. Op de huidige koers van € 10,- wordt 6 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Imtech betaald en bedraagt het dividendrendement 6,4%.

Vaccinproducent **Crucell** meldde een order ter waarde van \$ 140 miljoen voor haar Quinvaxem en Hepavex vaccins van enkele non-gouvernementele organisaties (ngo's), waaronder Unicef. Deze order zal in 2008 en 2009 worden uitgeleverd. Daarmee komen de totale verkopen onder het Quinvaxem-contract voor de periode 2007 – 2009 op \$ 500 miljoen. Mede hierdoor voorzien wij dat Crucell bij de publicatie van de derde kwartaalcijfers op 11 november a.s. haar prognose van omzetgroei voor dit jaar zal verhogen. Deze bedraagt thans +20%. De inmiddels met zo'n 15% herstelde \$-koers zal eveneens een verhoging van de omzetdoelstelling faciliteren. Wij voorzien dat Crucell vanaf 2009 winstgevend zal kunnen opereren. Met een koersdaling sinds 1-1-2008 van 15% behoort Crucell tot de beter presterende aandelen in de portefeuille.

HBG Construction Ltd, de Britse utiliteitsbouwonderneming van **BAM Groep**, heeft een opdracht verworven voor de bouw van het nieuwe hoofdkantoor van waterbedrijf Severn Trent in Coventry. De projectsom bedraagt circa € 60 miljoen. Het kantoor biedt 16.000 m2 vloeroppervlakte aan 1.700 medewerkers. HBG Construction heeft in Midden-Engeland tevens twee kleinere projecten verworven. Het betreft de school Q3 Academy in Great Barr (circa € 24 miljoen) en de uitbouw van de monumentale, voormalige garensponnerij Slingfield Mill in Kidderminster (circa € 6 miljoen) ten behoeve van extra winkelruimte en een toekomstige hotelontwikkeling. De koers van BAM Groep is onder invloed van de kredietcrisis in vijf weken met 42% gedaald ondanks dat de winstprognose van de onderneming in augustus nog opwaarts werd bijgesteld tot tenminste € 260 miljoen, ofwel € 2,05 per aandeel. Op de huidige koers van € 7,- wordt derhalve 3,4 maal de verwachte winst voor de aandelen betaald. Bij een getaxeerde dividend van € 0,90 per aandeel bedraagt het dividendrendement 12,8%. Weliswaar gaan wij voor 2009 en 2010 uit van enige daling van de winst, deze zal echter beperkt blijven gezien de reeds geboekte opdrachten voor deze jaren. Daarenboven voorzien wij enige margeverruiming in deze jaren, omdat in de neergaande fase van de bouwcyclus de inkoopvoordelen doorgaans ten goede van de hoofdcontractor komen. Wij hebben het belang in BAM Groep in september en begin oktober per saldo met 20% vergroot.

Ordina (consulting, ICT en outsourcing) meldde de overname van het Belgische E-Chain Management, een SAP-aanbieder van automatiseringsoplossingen. Met 108 SAP-specialisten realiseerde E-Chain in 2007 een omzet van ongeveer € 13,6 miljoen. Ordina betaalt 25% van de overnameprijs in contanten, het overige in aandelen. De overnameprijs is gebaseerd op een combinatie van de winstgevendheid in 2008-2009 en de te realiseren groei in 2010. Uitgaande van een EBIT-marge van 7% (Ordina 2007: 6,9%), zal de overnameprijs circa € 4,5 à 5 miljoen bedragen. Ordina genereert thans ongeveer 10% van de omzet in België en Luxemburg. De overname zal haar positie als marktleider op het gebied van SAP-installaties verder versterken. Op basis van de huidige koers van € 3,90 bedraagt de koers/winstverhouding 2008 uitgaande van een winst per aandeel van € 0,90 momenteel 4,3 maal en bedraagt het dividendrendement bij een onveranderd dividend van € 0,20 per aandeel 5,1%.

Gedurende de periode 28 juli tot en met 24 september 2008 heeft software-ontwikkelaar **Exact Holding** een pakket van 5% in de eigen aandelen gekocht tegen een gemiddelde koers van € 20,53 per aandeel, hetgeen een investering van ruim € 25 miljoen vergde. Kort daarop rapporteerde Exact via een WMZ-melding een belang van 6,51% in de eigen onderneming. De onderneming is vooralsnog niet voornemens deze aandelen in te trekken. Op de huidige koers van € 16,00 wordt Exact op circa 10 maal de getaxeerde winst per aandeel gewaardeerd. Naar verwachting keert de onderneming de gehele winst wederom uit als contant dividend, zodat het dividendrendement op 10% kan worden berekend.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
DNC De Nederlanden Compagnie	7,5%
Nedap	7,2%
Imtech	6,5%
Brunel International	5,9%
Crucell	5,8%
Unit 4 Agresso	5,3%
Aalberts Industries	5,1%
BAM Groep	5,1%
Sligro Food Group	5,0%
Smit Internationale	4,9%
Overige 15 ondernemingen	37,6%
Liquiditeiten en overige	4,1%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

In de eerste week van oktober verkeren financiële markten in een acute crisis. Met name financiële waarden staan onder grote druk als gevolg van een wegebbend vertrouwen. Op grote schaal wordt staatssteun geboden om bankinstellingen overeind te houden. De Nederlandse markt voor small- en midcaps moet verhoudingsgewijs fors terrein prijsgeven, voornamelijk vanwege gedwongen (liquidatie)verkoop in combinatie met een kopersstaking. Het beursstemment wordt tenslotte gedrukt door een snel toenemende vrees voor een diepe wereldwijde recessie.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

In deze roerige marktomstandigheden opereren wij op terughoudende wijze. Op extreem lage koersen hebben wij recent de belangen in **BAM**, **Brunel**, **Imtech** en **Ordina** vergroot. Ter financiering van deze aankopen is het kleine belang in CSM met een gering boekverlies verkocht.

Wij wijzen erop dat de belangen in **DNC De Nederlanden Groep** en **PEHAC**, tesamen goed voor 10,4% van de portefeuillewaarde, feitelijk een liquide karakter hebben. Derhalve bedraagt de virtuele liquiditeit van de portefeuille ruim 14%.

Zodra de rust in de financiële markten terugkeert, voorzien wij ruimte voor een aanzienlijk technisch koersherstel vanaf de huidige waarde van € 62,- per participatie. Uitgaande van de te verwachten dividendstroom, waarvan het grootste deel in maart en april 2009 binnenkomt, bedraagt het dividendrendement op jaarbasis op de portefeuille momenteel ruim 7%.

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 oktober 2008