

MAANDBERICHT OVER JUNI 2009

Inleiding

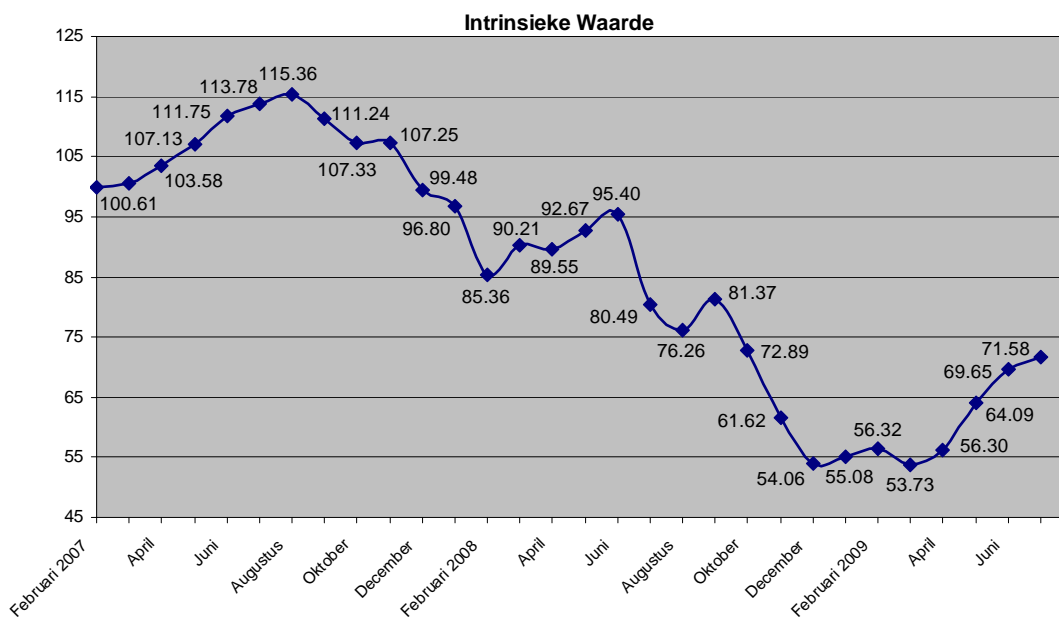
De maand juni werd gekenmerkt door een consoliderende tendens die volgde op de scherpe koerswinsten van de voorgaande twee maanden. De AEX-index verloor 1,8% op 254,71, terwijl de Amsterdam Midkap Index de verslagmaand nagenoeg onveranderd afsloot op 364,38. De Amsterdam Smallcap Index steeg 3,0% op 392,10. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg van €69,65 naar €71,58, een toename van 2,8%. Year-to-date bedraagt de waardeinstijging 30%. Per 30 juni 2009 was voor een bedrag van €32,9 miljoen belegd in 22 ondernemingen. Per 1 juli 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen €35,6 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum ruim 92% van het fondsvermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 1 juli 2009	€ 71,58
Fondsvermogen per 1 juli 2009	€ 35.604.321
Aantal uitstaande participaties per 1 juli 2009	497.406

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%							+29,96	-28,42



Mutaties in de portefeuille

Het belang in **ERIKS Group** werd met een koerswinst van ruim 26% verkocht. Daarnaast werd winst genomen op de relatief grote positie in detacheerder **Brunel International** en werden, gezien het minder gunstige korte termijn winstmomentum, de posities in softwareproducent **Exact Holding** en solutions provider **TKH Group** enigszins verkleind. Aanvullende aankopen werden verricht in woningverhuurbemiddelaar Direct Wonen, ingenieursbureau **Grontmij**, raambekledingsproducent **Hunter Douglas** en technisch textielproducent **Koninklijke Ten Cate**.

Bedrijfsnieuws

Technisch dienstverlener **Imtech** bouwt verder aan haar Scandinavische positionering. In november 2008 werd NVS overgenomen. Met jaarlijkse opbrengsten van circa € 350 miljoen is NVS één van de grotere technische dienstverleners in Zweden, Noorwegen en Finland. Nadien werd de Noorse technische dienstverlener Olav C. Jensen & Son overgenomen, alsmede het in hoogwaardige procestechologie gespecialiseerde Zweedse Sundsvalls Rörteknik. In juni is aan deze reeks de Noorse technische dienstverlener AT Furustad in Sandefjord in de regio Vestfold toegevoegd. AT Furustad beschikt over een prima regionale reputatie en een breed klantenbestand. Met ongeveer 15 gespecialiseerde medewerkers wordt bijna € 1,5 miljoen opbrengsten op jaarbasis gegenereerd. De overname draagt direct bij aan de winst per aandeel.

Intussen blijft de orderingang bij Imtech goed op peil. In juni maakte de onderneming bekend dat het voor tientallen miljoenen euro een opdracht heeft verkregen voor een groot deel van de elektrotechnische oplossingen op de Duitse luchthaven Berlin Brandenburg International. Dit is de tweede omvangrijke opdracht van Imtech op deze luchthaven. Eerder kondigde Imtech al aan dat het voor tientallen miljoenen euro's opdracht had gekregen voor alle energieoplossingen, de verwarming, koeling en brandbeveiliging, waaronder een innovatief warmte-terugwinsysteem dat 70% van alle gegenereerde warmte in de terminal opnieuw gebruikt. Imtech is nog in onderhandeling over overige technische oplossingen op de luchthaven. Daarmee heeft Imtech dit jaar drie grote orders in Duitsland weten te verwerven. Naast de twee grote opdrachten voor de luchthaven Berlin Brandenburg International betreft het de 'groene revitalisering' van het hoofdkantoor van de Deutsche Bank in Frankfurt ter waarde van naar schatting € 100 miljoen. Dit vormt het bewijs dat Imtech dankzij haar unieke portfolio (totale technische oplossingen door de combinatie van elektrotechniek, ICT en werktuigbouw) en schaalgrootte in staat is ook in slechte economische omstandigheden haar positie te handhaven of zelfs te versterken. Mede op basis van dit soort opdrachten handhaaft Imtech de verwachting voor een verdere groei in 2009. Wij hanteren een winst per aandeel van € 1,80 (2008: € 1,64) voor 2009, waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 13,90 op nog geen 8 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. Omdat de portfolio van Imtech over voldoende anti-cyclische elementen als recurring onderhoudsopdrachten en een aanhoudend goede orderingang in Marine beschikt, gaan wij er thans vanuit dat ook in 2010 een verdere stijging van de winst per aandeel mogelijk moet zijn. De koersontwikkeling heeft de laatste maanden overigens onder druk gestaan door de verkoop van het pakket van ING-dochter Parcom. Nu deze verkoop is afgerond, lijkt het aandeel rijp voor een terechte rerating. Imtech bekleedt momenteel de tweede positie in onze portefeuille.

Softwareproducent **Unit 4 Agresso** heeft een nieuwe, gezamenlijke marktstrategie voor haar twee bepalende merken Agresso en CODA gelanceerd. Deze strategie van de ERP-leverancier richt zich op zogenaamde 'businesses living in change', kortweg 'BLINC'. Het succes van de nieuwe benadering ligt in de wijze waarop Unit 4 Agresso haar sterke kanten, expertise en onderscheidend vermogen combineert in de markt. De go-to-market benadering is fundamenteel anders dan die van de concurrentie. Unit 4 Agresso segmenteert niet naar verticale markt, maar naar de kenmerken van een organisatie. Het accent ligt op ondernemingen die worden gedreven door dynamische veranderingen, zoals reorganisaties, fusies en overnames, compliance, nieuwe wet- en regelgeving of de verwachtingen van nieuwe stakeholders. Zulke verwachtingen en eisen vragen om continue aanpassingen en integratie van verschillende elementen van een bedrijfssysteem. De nieuwe internationale

marktstrategie richt zich op het oplossen van de aantoonbaar grootste frustratie, namelijk de kosten en snelheid van veranderingen. Dit gebeurt vanuit twee verschillende invalshoeken:

1. Dynamische organisaties die strategisch kiezen voor een homogene applicatie strategie en daarbij typisch kiezen voor een geïntegreerde enterprise resource planning (ERP) oplossing, ervaren de meeste frustraties wanneer zakelijke veranderingen na de implementatie niet tijdig en kosteneffectief kunnen worden aangepast. Oplossingen van traditionele ERP-aanbieders vragen namelijk om constante kostbare en tijdrovende aanpassingen in software om dit soort veranderingen te ondersteunen. In tegenstelling tot traditionele ERP is *Agresso Business World* gebaseerd op een 'levende' architectuur (VITA). Dit is de enige architectuur op de markt die op een slimme manier data, bedrijfsprocessen, rapportages en analyses aan elkaar koppelt. Dit betekent dat wanneer op het ene gebied een verandering plaatsvindt, deze automatisch ergens anders gerepliceerd wordt en niet opnieuw op nauwkeurigheid gecontroleerd hoeft te worden. Dit bespaart tijd, geld en het ongemak dat gepaard gaat met elke verandering, zonder terug te hoeven vallen op dure externe consultants;
2. Dynamische organisaties die kiezen voor een applicatie strategie rondom best-of-class line-of-business software ervaren de meeste frustraties in de integratie van alle software. Als direct resultaat van een scala aan oplossingen lijden organisaties steeds vaker onder grote kosten- en tijdsdruk. Dit komt door de vele en voortdurende integratie-efforts die nodig zijn om alle applicaties, ook de nieuwe, effectief te laten samenwerken. Hier onderscheiden de oplossingen van CODA zich. Door te kiezen voor CODA kunnen bedrijven hun best-of-class-benadering behouden en daarnaast profiteren van de rijke functionaliteit van zijn financiële software. Met CODA's LINK-architectuur kunnen organisaties de applicaties namelijk snel en kostenefficiënt integreren. Hierbij is beduidend minder dure externe consultancy nodig dan gebruikelijk is bij andere bedrijfssystemen. Met CODA biedt Unit 4 Agresso financieel leidinggevenden een compromisloze oplossing voor applicatie-verandermanagement.

Unit 4 Agresso is ervan overtuigd dat zij met de post-implementatie agility van Agresso en de interoperabiliteit van CODA haar markt bereik kan uitbreiden, evenals haar positie als de wereldwijde voorkeursleverancier van zakelijke software voor de Businesses Living in Change (BLINC).

Wij hebben vertrouwen in de marktbenadering van Unit 4 Agresso. Op basis van de consensusverwachting van de winst per aandeel van € 1,40 voor 2009 wordt thans 8,3 maal deze winst voor de aandelen betaald. Daarmee behoort het aandeel tot de laagst gewaardeerde ondernemingen in het segment van software-ontwikkelaars. Momenteel bekleedt Unit 4 Agresso de derde positie in onze portefeuille.

Technisch textielproducent **Koninklijke Ten Cate** bereikte overeenstemming met het Australische Noel P. Hunt International Ltd. over de verkoop van haar 50%-belang in de joint venture Geofabrics Australasia Pty Ltd of Cheltenham (Australia). De overnameprijs bedroeg AU\$ 40 miljoen, circa €23 miljoen. De boekwinst op de verkoop komt uit op circa € 11 miljoen en zal worden verantwoord in het resultaat over het eerste halfjaar 2009. Met deze boekwinst geraakt de discussie over het mogelijk doorbreken van de bankconvenanten naar de achtergrond. Wij taxeren een winst per aandeel 2009 van € 1,85 (2008: €2,18), waarmee de aandelen thans op 8,9 maal depressed earnings 2009 worden gewaardeerd. Wij menen dat de sterke marktposities van Ten Cate er garant voor staan dat de winsten vanaf 2010 weer een stijgende tendens zullen gaan vertonen. Het aandeel neemt momenteel de zesde positie in onze portefeuille.

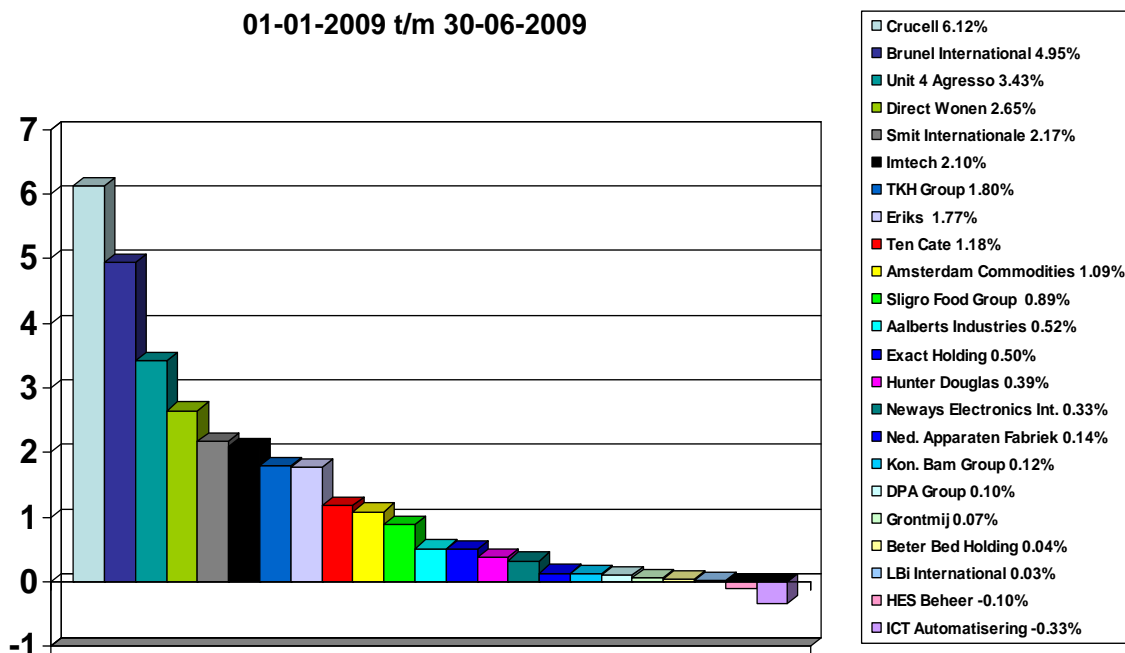
Groningen Seaports heeft eind juni aan BAM Civiel uit Gouda, dochteronderneming van **BAM Groep** uit Bunnik, de opdracht gegeven voor het ontwerp, de aanleg en het onderhoud van de totale kade aan de verlengde Wilhelminahaven in de Eemshaven. In totaal hadden zes bedrijven zich op deze Europese aanbesteding, die een

investering van bijna €55 miljoen omvat, aangemeld. BAM Civiel heeft als 'economisch meest voordelig' dit werk verkregen, waarbij niet alleen de prijs, maar ook de kwaliteit en duurzaamheid een grote rol hebben gespeeld bij het verkrijgen van de order. De opdracht omvat tevens 25 jaar onderhoud aan de kade. Wij hanteren een winst per aandeel voor BAM Groep van €1,00 voor 2009 (2008: €1,96) en houden rekening met een verdere daling tot €0,75 in 2010. Tegen de huidige beurskoers van €5,60 zijn de bescheiden winsttaxaties onzes inziens voldoende verdisconteerd. Het neerwaarts koersrisico achten wij derhalve beperkt. Anderzijds zijn er op afzienbare termijn geen redenen te bedenken die de koers van het aandeel van een impuls kunnen voorzien. Wij hebben de weging van het belang in BAM Groep de afgelopen maanden reeds teruggebracht tot de twaalfde positie in de portefeuille.

LBi International, actief in internationale digitale marketing en technologie, meldde dat het de ontwikkeling van de online strategie van Zwitsal voor haar rekening zal gaan nemen. Hiermee vergroot LBi haar activiteiten voor Sara Lee met de consultancy en ontwikkeling van de Household & Body Care divisie. Als de online-partner voor Sara Lee International was LBi al verantwoordelijk voor de online positionering van de Coffee & Tea divisie. Hieronder vallen de online campagnes voor Douwe Egberts, Senseo en Pickwick in Nederland, alsmede de wereldwijde roll out van de websites van deze merken. Eerder dit jaar meldde LBi al soortgelijke overeenkomsten met onder andere British Telecom, PUMA en Electrolux. Voor LBi is 2009 een overgangsjaar, waarbij de resultaten van het eerste halfjaar zullen worden gedrukt door een eenmalige reorganisatielast van €3,6 miljoen, waarbij het personeelsbestand met 9% zal worden teruggebracht. Exclusief deze last achten wij een winst per aandeel van €0,15 haalbaar in het lopende boekjaar. Tegen de huidige beurskoers van €1,20 noteren de aandelen LBi International daarmee op een koers/winstverhouding van 8 maal de getaxeerde winst.

Performance eerste zes maanden

In het volgende overzicht wordt schematisch inzicht gegeven (bij benadering) in de samenstelling van de performance van het Add Value Fund over de eerste zes maanden in 2009.



Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juli 2009 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Crucell	12,0%
Imtech	8,9%
Unit 4 Agresso	7,4%
Brunel International	6,8%
Nedap	6,1%
Koninklijke Ten Cate	6,0%
Smit Internationale	5,3%
Direct Wonen	5,0%
TKH Group	4,2%
Grontmij	4,0%
Overige 12 ondernemingen	26,6%
Liquiditeiten en overige	7,7%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

In de stille zomerperiode houden wij rekening met een consolidatie dan wel lichte teruggang van de aandelenmarkten. Momenteel wordt de markt geconfronteerd met enkele (claim)emissies van ondernemingen die genoodzaakt zijn tot een forse versterking van hun vermogenspositie. Hiertoe behoren Heijmans, Ordina en Wavin. Het is in dit kader opvallend dat:

- het lange tijd vergt alvorens de onderneming met haar financiers een sluitende propositie overeen weet te komen;
- er een zeer aanzienlijke verwatering van de winst per aandeel optreedt; alsmede
- dat het winstperspectief voor de komende twee á drie jaar met veel onzekerheid is omgeven.

Dit is de reden dat wij vooralsnog afzien om in deze categorie ondernemingen te beleggen. Wij hebben een uitgesproken voorkeur voor ondernemingen die geen versterking van het vermogen behoeven of waarvan dit aspect geen overdreven verwatering van de winst per aandeel tot gevolg zal hebben. In onze portefeuille zijn Aalberts Industries en BAM Groep de twee ondernemingen die in beginsel in aanmerking komen voor een vermogensversterking of verruiming van de bankconvenanten. Wij verwachten dat Aalberts Industries pas in 2010 actie zal ondernemen in combinatie met het plegen van een, vermoedelijk Amerikaanse, acquisitie. Ten aanzien van BAM Groep achten wij de uitgifte van een converteerbare lening een realistische optie. Deze zou kunnen worden gelicht zodra er opnieuw een impairment op de vorig jaar geheel overgenomen ontwikkelingsdochter AM moet worden genomen.

Voor het overgrote deel van de portefeuille is kapitaalversterking evenwel niet aan de orde. Wij gaan, gezien de goede positionering van de portefeuille, uit van een voortzetting van de outperformance in de tweede helft van het jaar.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

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

7 juli 2009