

MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2007

Inleiding

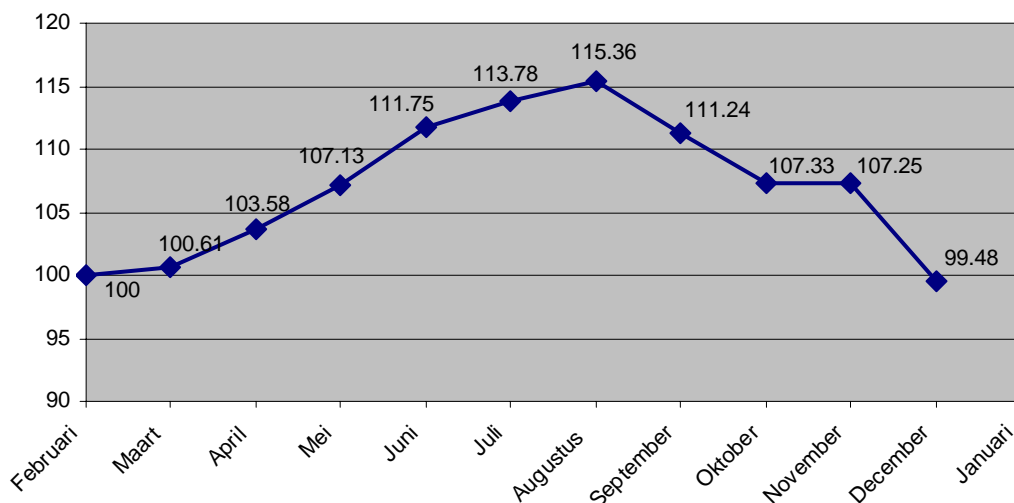
De eerste drie weken van november stonden in het teken van een verkoopgolf van met name Amerikaanse investeerders, die portefeuilles geforceerd afbouwden. Via deze verkopen stelden deze beleggers tegelijkertijd een aantrekkelijke valutawinst (in de eigen dollar) zeker, naast de gestegen waarde van hun Nederlandse small- en midcapbeleggingen. Een technisch herstel in de laatste week beperkte het maandverlies enigszins, zij het dat de intrinsieke waarde per participatie uiteindelijk 7,2% daalde tot 99,48 ten opzichte van ultimo oktober. Ultimo november was voor een bedrag van € 40,4 miljoen belegd in 24 ondernemingen. Per 3 december 2007 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 41,6 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 97% van het vermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 3 december 2007	€ 99,48
Fondsvermogen per 3 december 2007	€ 41.568.073
Aantal uitstaande participaties per 3 december 2007	417.853

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	November	Cumulatief
2007	0,61%	2,95%	3,43%	4,31%	1,82%	1,39%	-3,57%	-3,51%	-0,01%	-7,24%	-0,52%



Ontwikkelingen in de portefeuille

Gedurende de periode van substantiële verkoopdruk die de Nederlandse small- en midcapmarkt in haar greep hield, hebben wij niettemin de accenten in de portefeuille van het Add Value Fund aan de gewijzigde inzichten

kunnen aanpassen. In eerste aanleg werd het liquide saldo verhoogd door winst te nemen op de grote posities in software-ontwikkelbedrijven Exact Holding en Unit 4 Agresso. Eerstgenoemde positie werd met 20% verkleind, terwijl het belang in Unit 4 Agresso met een kleine 15% werd gereduceerd. Op beide verkopen werd een boekwinst van circa 20% behaald. Daarnaast verkochten wij het belang in Qurius, gespecialiseerd in de levering van Microsoft-technologie. De tegenvallende resultaten over het derde kwartaal van dit jaar, waarover wij in het maandverslag over oktober berichtten, hebben het risicoprofiel van Qurius zodanig verhoogd, dat wij tot verkoop van de positie moesten besluiten. De resterende kleine positie in BinckBank werd met een mooie winst verkocht, nadat de geplande overname van collega internetbroker Alex succesvol werd afgerond. Tenslotte werden liquiditeiten verkregen uit bescheiden verkopen op de belangen in BAM Groep en Telegraaf Media Groep. Aan de koopzijde waren wij hoofdzakelijk actief in aandelen uit de portefeuille die bovengemiddeld werden geraakt door de verkoopwoede van Amerikaanse investeerders. In dit kader werden gefaseerd de belangen in onder andere Aalberts Industries, Brunel, Crucell, Draka Holding, LBI, United Services Group en Wavin uitgebreid. Tevens werden de belangen in retailers Macintosh Retail Group en Beter Bed Holding (nieuwe naam) vergroot, cq opgebouwd. Beide goed presterende winkelketens werden door de verkoopgolf op uiterst aantrekkelijke koersniveaus teruggeworpen. Zo komt het verwachte dividendrendement op aandelen Beter Bed op ruim 7% uit.

De resultaten over het derde kwartaal brachten feitelijk slechts een bevestiging van de gunstige gang van zaken bij de ondernemingen uit de portefeuille. De volgende selectie is illustratief:

Nedap, afkorting van Nederlandsche Apparatenfabriek, verwacht op basis van de gang van zaken over de eerste negen maanden van het jaar een omzetstijging voor 2007 na "de omzetpiek van 2006". Een belangrijk deel van de klantgroepen laat een mooie omzetstijging zien, voldoende om de verwachte lagere omzet in enkele andere klantgroepen op te vangen. Verhoudingsgewijs zijn veel nieuwe producten op de markt geïntroduceerd, met name in de tweede helft van het jaar. Deze introducties zorgen op korte termijn voor hogere kosten en mogelijk omzetvertraging, maar zullen op langere termijn een goede bijdrage leveren aan verdere omzet- en winstgroei. De directie stelt dat zij tevreden en optimistisch is over de gang van zaken. Wanneer de ontwikkeling per klantgroep wordt geanalyseerd blijkt dat de twee belangrijkste groepen, Retail Support en Security Management, een goede omzetgroei, respectievelijk een stabiele ontwikkeling tonen. De klantgroep Retail Support (antiwinkeldiefstalsystemen, beheer- en informatiesystemen voor dervingsbestrijding) positioneert zich steeds beter in haar marktsegment. In weerwil van sterke concurrentie zal zij het lopende jaar wederom een bevredigende omzetstijging laten zien. Met name de afzet in Oost-Europa vertoont een sterke groei, terwijl de levering van systemen aan India ook een interessante ontwikkeling is. Security Management (systemen voor toegangscontrole, betaling, brand- en inbraakmelding, observatie en biometrie) lijkt de omzet van 2006 te benaderen, terwijl dat jaar werd gekenmerkt door de verwerking van een uitzonderlijk grote opdracht. Nieuwe functionaliteiten en specifieke oplossingen voor klanten zijn ontwikkeld en op de markt gebracht. Security Management versterkt hiermee haar positie in de markt, die wordt gekenmerkt door terughoudendheid bij het overschakelen naar een nieuw beveiligingssysteem. Voorts is positief dat de klantgroep Power Supplies (elektronische besturingen gebaseerd op vermogenslektronica voor o.a. licht, milieu, kantoorautomatisering, medische scanapparatuur en zonne-energie) een sterke groei laat zien. Deze komt geheel voor rekening van producten voor aansturing van licht, zoals bij toepassingen op boorplatforms, voor waterzuivering en voor verlichting van grote ruimtes. Hier wordt veel aandacht besteed aan nieuwe producten en toepassingen als het drogen van lakken en lijmen en voor schimmelbestrijding in gewassen. Een lagere omzet wordt voorzien bij de klantgroepen Verkiezingssystemen, Education en Specials, welke groepen naar omzet gemeten van relatief geringe betekenis zijn. De trading update van Nedap impliceert dat winsttaxaties voor 2007 licht naar beneden moeten worden bijgesteld, vanwege de invloed van de aanloopkosten van nieuwe producten. Overigens blijft de kwaliteit van de cijfers onaangetast, waardoor de aandelen op een koers van € 31,50 op circa 12,5 maal de

getaxeerde winst 2008 en 6% dividendrendement op basis van de uitkering 2007 worden gewaardeerd. Omdat wij voor Nedap een jaarlijkse winstgroei van circa 15% alleszins haalbaar achten, beschouwen wij Nedap als een zeer kansrijke belegging. Met een weging van 8,6% is Nedap thans de grootste holding in de portefeuille.

In een officieuze mededeling heeft **Aalberts Industries** gemeld geen aanleiding te zien met een winstwaarschuwing te komen. Voorts meldde Aalberts de overname van de Poolse onderneming HydroPlast. Deze onderneming behoort met 50 medewerkers en een jaaromzet van € 5 miljoen tot de toonaangevende Poolse producenten van complete kunststofleidingssystemen voor sanitair en verwarmingsinstallaties. De overname van HydroPlast, volgend op de 51%-overname van de Poolse KAN Groep eerder dit jaar, is een verdere strategische versterking van de Flow Control-marktpositie. Zowel de kennis op het gebied van kunststofbuis- en fittingproductie als de productportfolio van HydroPlast zijn complementair aan de kunststofsysteem van KAN. Daarnaast levert de combinatie van het uitgebreide KAN-verkoopnetwerk en de HydroPlast-organisatie een breed platform voor verdere autonome groei, niet alleen in Oost- maar ook in West-Europa. Ter uitbreiding van de productportfolio van HydroPlast zal verder worden geïnvesteerd in nieuwe productietechnologieën. De overname is per 1 november 2007 in de consolidatie opgenomen en draagt direct bij aan de groei van de winst. Wij taxeren een winst per aandeel 2007 van € 1,30 en van € 1,50 voor 2008. Op een koers van € 14,- wordt Aalberts Industries in historisch perspectief 25 à 30% ondergewaardeerd.

Industrieel conglomeraat **Kendrion** rapporteerde een teleurstellend derde kwartaalresultaat, omdat bij de activiteit Kendrion Distribution Services, ook wel de Vink-divisie genoemd, de ontwikkeling op de binnenlandse markt nog te lijden had onder de nasleep van de invoering van een nieuw IT-systeem. Ook de voortgang bij niet-kernactiviteit Servico, installateur van Bosch-ketels in België, was tegenvallend als gevolg van een stagnerende afzet door introductie van nieuwe modellen. Belangrijker dan het derde kwartaalresultaat was echter Kendrion's mededeling dat het progressie boekt in het kader van haar missie *Focused Acceleration*. De Automotive Metals divisie werd verkocht voor circa € 35 miljoen, hetgeen met een boekverlies van € 10 miljoen gepaard ging. Desondanks werd dit nieuws door beleggers met instemming begroet, omdat Automotive Metals als een notoir zwakke schakel in de Kendrion-machine wordt beschouwd, die tot een discount van het aandeel op de beurs aanleiding gaf. Tegelijk met de verkoop van de Automotive Metals divisie meldde Kendrion de overname van het Duitse bedrijf Linnig dat wordt toegevoegd aan de succesvolle Elektromagneten divisie van Kendrion. Met een omzet van € 40 miljoen en 200 medewerkers levert de Linnig Antriebstechnik Groep wereldwijd elektromagnetische koppelingssystemen voor motorkoeling en aircosystemen in bussen, met name in het luxere segment, maar ook voor speciale voertuigen. Het bedrijf heeft in deze markt een leidende positie, staat bekend als innovatief en is uiterst winstgevend. Linnig zal volgens Kendrion dan ook direct een positieve bijdrage aan de winst per aandeel gaan leveren. Per saldo reageerden beleggers neutraal op deze nieuwscocktail, waarbij de aandelenkoers stabiliseerde rond € 19,-. Op deze koers wordt iets minder dan 10 maal de getaxeerde winst 2008 voor de aandelen betaald.

De bouwgerelateerde ondernemingen rapporteerden alle een voorspoedige gang van zaken over het derde kwartaal. **BAM Groep** verhoogde voor de derde maal dit jaar de winstprognose voor 2007. Exclusief de boekwinst van € 70 miljoen op de verkoop van het Amerikaanse infrabedrijf Flatiron verwacht BAM een nettowinst van tenminste € 240 miljoen, waar het eerder tenminste € 226 miljoen voorspelde. Deze derde bijstelling loopt onzes inziens parallel met de voortgang van het gezondmakingsproces van de Duitse operatie, alwaar BAM dit jaar op een break even resultaat aanstuurt. Telkens wanneer Duitsland een kwartaal volgens plan presteert, wordt de prognose van de groepswinst verhoogd. Zeer positief was voorts de groei van de orderontvangst: het orderboek heeft nu een omvang van € 12,2 miljard, 12% hoger dan de stand van ultimo 2006. Hiervan heeft € 6,8 miljard betrekking op 2008 en de resterende € 4,4 miljard op de daaropvolgende jaren. BAM wordt door analisten beschouwd als een der meest ondergewaardeerde aandelen ter beurse, de koersdoelen variëren van € 22,- tot

€26,-. Op de huidige koers van €15,25 wordt 8 maal de getaxeerde winst 2007 voor de aandelen betaald en komt het dividendrendement uit op 4,8%.

Kabelproducent **Draka Holding** verhoogde de prognose van de jaarwinst van tenminste €80 miljoen naar circa €85 miljoen, hetgeen overigens conform de marktconsensus was. De Cableteq divisie (laagvoltage kabels) voorziet een afzwakkende groei overigens vanaf een conjunctureel hoog niveau. Vooral nog manifesteert deze afzwakking zich met name in de Spaanse markt. Daarentegen zijn de vooruitzichten voor de Comteq divisie (glasvezelkabel, Draka is wereldwijd de 2^e speler in deze sector) onverminderd positief met een voorziene volumegroei van 8-9%. Prijs herstel wordt eerst voorzien vanaf de tweede helft van 2009. Na de sterke koerscorrectie van begin november, herstelde de koers van Draka enigszins na publicatie van dit, voor de markt geruststellende, bericht. Op de huidige koers van €21,70 wordt circa 9,5 maal de getaxeerde winst 2008 voor aandelen Draka Holding betaald.

Collega **TKH Group** rapporteerde een sterke ontwikkeling over het derde kwartaal 2007. De omzet steeg met 23,7% tot €208,9 miljoen, terwijl het bedrijfsresultaat met 24,4% toenam tot €14,8 miljoen. De orderportefeuille van de speciaal kabel-oplossingen bereikte een recordhoogte. De integratie van de in juli overgenomen CAE Groupe verloopt voorspoedig. De innovaties in de Machinegroep, die het groepsresultaat in de eerste helft van dit jaar drukten, werden beloond met een forse orderontvangst van €56 miljoen. Wij taxeren een winst per aandeel van €1,20 voor het lopende jaar en van €1,50 voor 2008, wanneer de aanloopkosten van de innovaties in de Machinegroep niet langer op het resultaat drukken. Bij de recente koers van €15,- worden aandelen TKH Group derhalve op 10 maal de getaxeerde winst 2008 gewaardeerd. De koersdoelen van analisten liggen meestentijds boven €20,-.

Wavin, Europees marktleider in plastic pijpsystemen, versterkte de internationale positie door de aankoop van Pilsa Plastic, de tweede grootste aanbieder in Turkije met een omzet van €84 miljoen en een EBITDA-marge van circa 13%, hetgeen gelijk is aan de Wavin-marge. Wavin betaalt ongeveer 5 maal EV/EBITDA, waarmee de acquisitie direct bijdraagt aan de winst per aandeel. Door deze overname schakelt Wavin haar belangrijkste concurrent in de Russische markt uit. Pilsa Plastic behaalt namelijk de helft van haar omzet buiten Turkije. De overname zal ongeveer 3% bijdragen aan Wavin's omzet en winst per aandeel. De aandelen Wavin noteren thans op €8,85, waarmee de aandelen op circa 9 maal de verwachte winst 2007 en 2008 worden gewaardeerd. Het verwachte dividendrendement komt op een vorstelijke 6,5%.

De koers van vaccin- en antilichamen-producent **Crucell** veerde op na bekendmaking van een succesvolle test van een vaccin tegen hondsdolheid. Daarnaast heeft deze "rabies antibody cocktail" de zogenaamde Fast Track Status van de Food and Drug Administration (FDA) verkregen, waardoor de ontwikkeling van het medicijn in een stroomversnelling komt. De markt voor dit medicijn wordt door Crucell geschat op meer dan \$300 miljoen. Naar verwachting zullen er in het eerste kwartaal van 2008 meer berichten komen over de voortgang van de ontwikkeling van vaccins/antilichamen uit de portfolio van Crucell. Dit zou de koers van het aandeel kunnen doen herstellen na de daling van, year-to-date, 38% in 2007.

De **Pan European Hotel Acquisition Company (PEHAC)** heeft voor een bedrag van €49,25 miljoen leasecontracten getekend met Lehman en Starwood over de exploitatie van zes hotels uit de Le Meridien-keten. In de acquisitieprijs is tevens de aankoop van een hotel in Nürnberg begrepen dat eerst wordt gerenoveerd en daarna geëxploiteerd. Tenslotte is PEHAC nog in onderhandeling over een contract met Le Meridien in Barcelona. Exclusief de laatste mogelijke aankoop zijn de verworven hotels in 2007 goed voor 1.819 hotelkamers en een omzet van €102 miljoen. Op basis van de operationele resultaten in 2007 verwacht PEHAC een EBITDA van €8 miljoen in 2008 als haalbaar. PEHAC verkreeg in juli van dit jaar een beursnotering als 'special purpose acquisition company' (spac) en haalde toen een bedrag van €115 miljoen op voor belegging in de expansieve Europese hotelsector. CEO Willem-Jan van den Deijssel heeft in het verleden zijn sporen verdiend in dit metier

met de succesvolle exploitatie en uiteindelijke verkoop van de Krasnapolsky-keten. PEHAC is momenteel in onderhandeling met derde partijen over de investering van de resterende €65 miljoen. Een gedeelte hiervan, circa €17 miljoen, zal worden gebruikt voor de inkoop van eigen aandelen.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 december 2007 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Nedap	8,6%
Aalberts Industries	7,2%
De Nederlanden Compagnie	6,3%
Kendrion	6,1%
Unit 4 Agresso	5,7%
USG People	5,6%
Exact Holding	5,2%
Neways Electronics	4,8%
Crucell	4,5%
Brunel	4,3%
Overige 14 ondernemingen	38,8%
Liquiditeiten en overige	2,9%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De eerste week van december stond in het teken van een stabilisatie van de markt na de forse correctie van de voorgaande weken. Wel zorgt de aanhoudende onzekerheid bij beleggers ten aanzien van de invloed van de kredietcrisis op het beursklimaat onverminderd voor een stevige volatiliteit op dagbasis. Er is een heersende tendens dat analisten hun winsttaxaties voor 2008 en volgende jaren enigszins naar beneden aanpassen vanuit de visie dat de economische groei zal afvlakken. Daarnaast worden de meeste koersdoelen meer in overeenstemming gebracht met de thans bereikte koersniveaus. Naar onze mening zijn veel koersen de laatste drie maanden niettemin 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

7 december 2007

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen