

MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2008

Inleiding

In de verslagmaand werden de gevolgen van de kredietcrisis zichtbaar in de reële economie. De combinatie van winstwaarschuwingen, massa-ontslagen en het tijdelijk stilleggen van de productie werkte verlamdend op het sentiment van aandelenmarkten. Na de recordverliezen van oktober volgde in november daarom geen (technisch) koersherstel maar een verdere koersval.

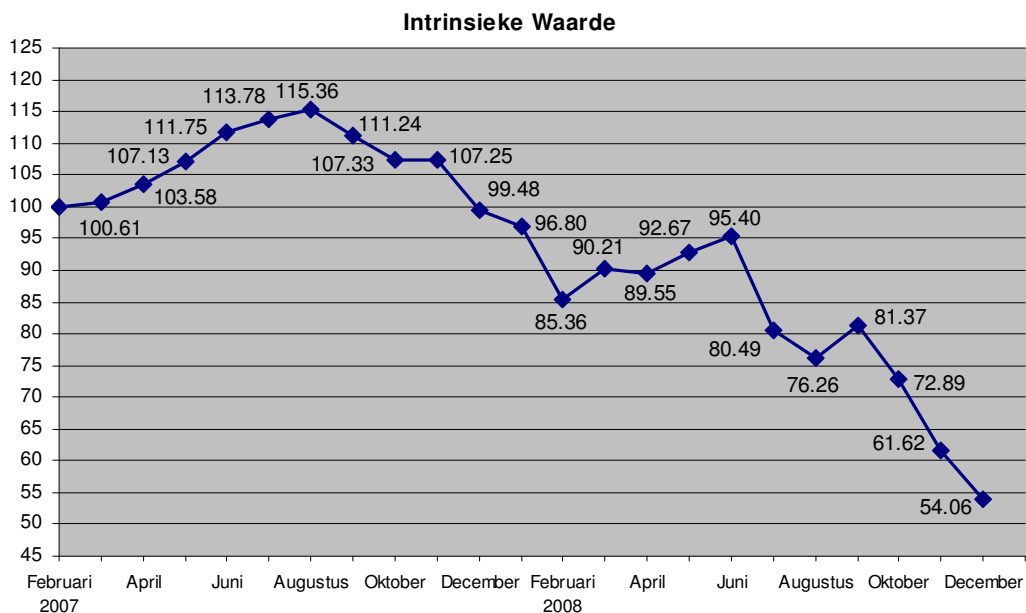
De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund daalde van € 61,62 naar € 54,06. Per 28 november 2008 was voor een bedrag van € 25,7 miljoen geïnvesteerd in 23 ondernemingen. Per 1 december 2008 bedraagt de omvang van het fondsvermogen € 27,8 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 92,5% van het vermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 1 december 2008	€ 54,06
Fondsvermogen per 1 december 2008	€ 27.805.726
Aantal uitstaande participaties per 1 december 2008	514.379

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		-44,15	-45,94



Mutaties in de portefeuille

De verkoop van het belang in detacheerder **DNC De Nederlanden Compagnie** werd geëffectueerd via aanmelding van de stukken à € 12,25 contant per aandeel op de bieding van de Zwitserse marktleider Adecco. Met deze verkoop kwam circa 10% van het fondsvermogen als liquiditeit beschikbaar. Wij hebben deze middelen in november voor circa 50% herbelegd in bestaande deelnemingen waarvan de koers in de laatste maanden onevenredig zwaar was gedaald en waarvan wij de perspectieven in de huidige, extreem moeilijke marktomstandigheden, als bovengemiddeld kansrijk taxeren. Aankopen werden verricht in **Koninklijke BAM Groep, Brunel International, Crucell, Draka Holding, Exact Holding, TKH Group** en **Unit 4 Agresso**. De nog relatief kleine deelnemingen in **Amsterdam Commodities** en **Direct Wonen** werden door middel van gerichte aankoopprogramma's vergroot. Het belang in **Sligro Food Group** werd per saldo uitgebreid. Een eerder verkocht pakket kon later in de maand op een 17% lagere koers worden teruggekocht. Na de publicatie van een winstwaarschuwing werd de deelneming in **Ordina** met éénderde teruggebracht. Er werden in november geen nieuwe namen in de portefeuille geïntroduceerd.

Bedrijfsnieuws

Vaccinproducent **Crucell**, de grootste holding in de portefeuille, rapporteerde voor de eerste maal in haar bestaan een winstgevend kwartaal. Op een met 31% gestegen omzet van € 82,1 miljoen werd een netto resultaat van € 12,3 miljoen geboekt. Over dezelfde periode een jaar geleden bedroeg het verlies nog € 4,5 miljoen. Met name de hoge orderontvangsten van Quinvaxem (vaccin tegen vijf kinderziekten) en Inflexal (griepvaccin) droegen bij aan de beter dan verwachte resultaten. Daarnaast was er een milestone payment van Sanofi Pasteur en een gunstig valuta-effect van de goedkoper geworden Zuid-Koreaanse won tegen de euro, hetgeen lagere productiekosten met zich mee bracht. Crucell verhoogde de prognose voor geheel 2008 van een omzettoename van +20% naar +25 tot 30% op basis van stabiele wisselkoersen. De onderneming zal over geheel 2008 cashflow-positief opereren en naar verwachting over geheel 2009 een licht positief resultaat gaan boeken. Het track-record van Crucell vertoont hiermee een aantoonbare versnelling in kwaliteit. De winsttaxaties van analisten werden naar boven bijgesteld. Gegeven de sterke vermogenspositie (geen schuld en stevige kaspositie) van Crucell in combinatie met de anti-cyclische markt waarin de onderneming opereert, voorzien wij een aanhoudende outperformance van het aandeel.

Imtech, technische dienstverlening in Europa, neemt de Zweedse technische dienstverlener NVS (NVS Installation AB) over. NVS is één van de grootste spelers op de markt van werktuigbouwkundige technische dienstverlening in Zweden en Noorwegen en met een basispositie in Finland. NVS verwacht in 2008 met ruim 2.300 medewerkers opbrengsten ter waarde van € 350 miljoen te realiseren. Het is de eerste strategische stap die Imtech in Noord-Europa zet. De focus van NVS ligt op een breed, snel groeiend en gediversifieerd scala aan activiteiten op het gebied van energie en lucht- en klimaattechnologie, prima gespreid over service, onderhoud, beheer, renovatie en nieuwbouw. Deze focus maakt door aanvullende acquisities op de gefragmenteerde Scandinavische markt op de korte termijn verdere groei mogelijk richting elektrotechniek en op de langere termijn ICT. In feite staat Imtech hier aan de vooravond van een vergelijkbaar succesvol traject dat tien jaar terug in Duitsland werd gestart met de aankoop van een sterke werktuigbouwkundige onderneming die later werd aangevuld met elektrotechnische en ICT-activiteiten. Hiermee kan Imtech haar klanten een multidisciplinair dienstenpakket aanbieden. Imtech betaalt € 235 miljoen (exclusief liquide middelen) voor NVS. Daarmee wordt ongeveer 7,5 maal de getaxeerde EBITA voor 2008 betaald. De EBITA-marge van NVS ligt met bijna 8,5 overigens ruim boven de 6% die Imtech als groepsdoelstelling hanteert. De financiering van de overname werd gerealiseerd in de vorm van een separate lening die werd overeengekomen met een syndicaat van banken. De onderneming houdt na deze acquisitie voldoende financieringsruimte op de balans om verdere overnames te kunnen doen teneinde de doelstelling van een groepsomzet van € 5 miljard en een EBITA-marge van 6% in 2012 te kunnen bewerkstelligen.

Imtech meldde voorts de overname van de Duitse ICT-specialist Neo GmbH. Met 45 medewerkers realiseerde Neo in 2007 ruim € 4 miljoen opbrengsten. Neo wordt geïntegreerd in de Duitse ICT-divisie van Imtech, waarmee het ICT-portfolio van Imtech in Duitsland wordt versterkt. De overname zal, net als NVS, direct bijdragen aan de winst per aandeel. Tenslotte werd melding gemaakt van de ontvangst van orders ter grootte van € 61 miljoen in de Engelse en Ierse markt op het gebied van energie en milieu. Het betreft vier deelorders, te weten het verkrijgen van slib dat als biomassa wordt gebruikt voor energiewinning, windenergie, reductie van luchtvervuiling bij waterzuivering en energiereductie in woonwijken. In Spanje verwierf Imtech in totaal orders ter waarde van € 82 miljoen voor contracten op het gebied van shutdowns, uitbreiding, upgrading, onderhoud en beheer van de olie- en gasindustrie en staalindustrie. Evenals in andere Europese landen waar Imtech actief is, wordt de groep steeds vaker ingeschakeld bij innovatieve initiatieven in de markt voor alternatieve energie. Op basis van de huidige koers van € 12,- wordt thans 7,5 maal de verwachte winst 2008 voor het aandeel Imtech betaald. Voor 2009 voorzien wij een stijging tot € 1,75. Daarmee is Imtech één van de weinige beursgenoteerde ondernemingen, waarvan in 2009 een hoger netto resultaat tegemoet kan worden gezien. Met een weging van 8,2% is Imtech momenteel de tweede grootste holding in de portefeuille.

Nummer drie is *Venture Factory Nedap* die eind november met een trading statement naar buiten kwam. Ondanks lagere opbrengsten en een éénmalige afboeking van geactiveerde ontwikkelingskosten voor de Amerikaanse stemmachine van netto € 1,5 miljoen, verwacht Nedap, met een voorbehoud voor onvoorziene omstandigheden in december, dat de winst over 2008 na belastingen uitkomt op ruim 9% van de opbrengsten. Wij taxeren een omzet over 2008 van € 142 miljoen en een netto winst van € 13 miljoen. Hieruit volgt een winst per aandeel van € 1,95 (2007: € 2,12). Bij handhaving van de payout ratio op 90% zal het contante dividend per aandeel op € 1,75 uitkomen. Bij de huidige beurskoers van € 15,- wordt aldus 7,7 maal de getaxeerde winst 2008 voor de aandelen Nedap betaald en komt het dividendrendement op een stevige 11,7%. Omdat Nedap voor een belangrijk deel van de omzet toeleverancier is aan kapitaalintensieve sectoren, moet, als gevolg van de kredietcrisis, voor 2009 rekening worden gehouden met een druk op de omzet en marges. Vooralsnog houden wij rekening met een daling van circa 30% in de winst per aandeel tot € 1,50 (daling vanaf het geschoonde WPA-niveau van € 2,17), waarmee ook over 2009 een bovengemiddeld dividendrendement van 9% binnen bereik blijft. Momenteel signaleert Nedap slechts in de klantgroepen Power Supplies en Specials duidelijke tekenen van stagnatie. Daarentegen gaan de zaken in Agri en Automatische Voertuig Identificatie (AVI) uitstekend. Het beleid om steeds verder op te schuiven in de richting van kennisintensieve producten met een hogere toegevoegde waarde werpt gaandeweg zijn vruchten af. Wij beschouwen Nedap op de huidige lage waardering als een eersteklas defensieve belegging voor de middellange termijn.

Koninklijke BAM Groep is de nummer vier in de portefeuille. De onderneming kwam met een solide set derde kwartaalcijfers. Het netto resultaat over de eerste negen maanden steeg met 4% tot € 191,5 miljoen bij 6% gestegen opbrengsten ter waarde van € 6,3 miljard. BAM handhaafde de eerder afgegeven winstprognose voor geheel 2008 van tenminste € 260 miljoen. Hierin begrepen is overigens een boekwinst van circa € 10 miljoen op de verkoop van een 25%-belang in BAM PPP aan DIF, Dutch Infrastructure Fund, welke verkoop in december wordt afgerond. Deze verkoop past in de desinvesteringstrategie voor de lange termijn van BAM om de waarde van de publiek-private samenwerking projectportfolio te gelde te maken. Echter, in de prognose is ook een buitengewone last van € 8 miljoen opgenomen inzake een voorziening op de projectontwikkelingsportefeuille in het Verenigd Koninkrijk. Mede hierdoor bleef het resultaat over het derde kwartaal van € 61 miljoen achter bij de marktconsensus van € 66 miljoen. De achterblijvende bijdrage van de sector Vastgoedontwikkeling werd gecompenseerd door beter dan verwachte resultaten bij Bouw (€ 101 miljoen vs € 94 miljoen verwacht) en door de hoger dan verwachte netto winstbijdrage uit de 21,5%-deelneming in Van Oord van € 33 miljoen, waar € 27 miljoen werd verwacht. Zoals medio oktober bekendgemaakt, zijn de in mei 2008 gestarte gesprekken met de

twee overige aandeelhouders in Van Oord over de verkoop van het minderheidsbelang opgeschort. BAM handhaaft het voornemen om het minderheidsbelang in Van Oord te verkopen en verwacht de gesprekken met de mede-aandeelhouders uiterlijk op 1 mei 2009 te hervatten.

Het broze herstel in Duitsland zette door: over de eerste negen maanden werd een bedrijfsresultaat van € 6,7 miljoen gerapporteerd, overeenkomend met een brutomarge van 0,9% (2007: break even). In het Verenigd Koninkrijk blijft BAM uitstekend presteren met een goede spreiding van de orderportefeuille. Het resultaat kwam hoger uit, ondanks de verdere depreciatie van het pond sterling tegen de euro van 13,4% op jaarbasis. Het orderboek bleef goed op peil. Per ultimo Q3 stond voor € 14,1 miljard in de boeken tegen € 14,3 miljard eind juni. Naar verwachting wordt van deze orderportefeuille circa € 2,4 miljard uitgevoerd in het vierde kwartaal van dit jaar, € 6,5 miljard in 2009 en € 5,2 miljard in latere jaren. BAM is voornemens om per 1 februari a.s. het kooprecht uit te oefenen ter verwerving van het resterende 49%-belang in vastgoedontwikkelaar AM. BAM houdt thans 51% via Terra Amstel Holding. De koopprijs bedraagt € 49 miljoen, exclusief nog verschuldigd dividend over het boekjaar 2008 en de maand januari 2009. Als 100%-werkmaatschappij van BAM zal AM zelfstandig blijven opereren in haar markten onder eigen naam en huisstijl.

Ten aanzien van 2009 en de verdere toekomst werden vooralsnog geen concrete uitspraken gedaan. Wel signaleert BAM snel verslechterende marktomstandigheden in de vijf thuismarkten Nederland, Verenigd Koninkrijk, België, Ierland en Duitsland. De gevolgen van de wereldwijde kredietcrisis beïnvloeden in eerste instantie vooral de vastgoedactiviteiten van de Groep. De Nederlandse woningmarkt stagneert momenteel door een dalend consumentenvertrouwen en terughoudendheid van banken bij het verstrekken van hypotheekleningen. De woningverkoop uit eigen ontwikkeling staan hierdoor fors onder druk. In het Verenigd Koninkrijk is BAM als ontwikkelaar uitsluitend actief in de commerciële vastgoedmarkt. Ook deze markt is sterk afgekoeld. Nieuwe ontwikkelingsprojecten aldaar zijn vooralsnog uitgesteld. De volumes in de utiliteits- en inramarkten blijven vooralsnog op niveau. Deze worden in vrijwel alle thuismarkten in belangrijke mate gesteund door opdrachten uit de publieke sector. De onzekerheid over de invloed van een economische vertraging op de verschillende markten neemt toe. Desondanks staat BAM in alle thuismarkten goed gesteld, mede dankzij de eerder vermelde goed gevulde orderportefeuilles.

Winsttaxaties voor 2009 en 2010 zijn zodoende met veel onzekerheid omgeven. Voor 2009 gaat de marktconsensus uit van een winstdaling van één derde. Dit vertaalt zich in een daling van de winst per aandeel van € 2,00 in 2008 naar circa € 1,35. Ten aanzien van 2010 lopen de meningen ver uiteen: van een bescheiden verdere daling tot € 1,30 per aandeel tot een halvering in vergelijking met het 2008 resultaat, ofwel tot € 1,00. Het management benadrukte dat het dividendbeleid gehandhaafd blijft. Dit impliceert een payout ratio van 30 à 50%. Over 2007 bedroeg de payout 41,9%, te weten € 0,90 dividend per aandeel uit € 2,15 geschoonde winst per aandeel. Indien BAM besluit in het licht van de moeilijke marktomstandigheden naar de onderkant van de aangegeven payout-range te gaan, wordt over 2008 getaxeerd € 2,00 per aandeel derhalve € 0,60 per aandeel uitgekeerd. Op de huidige koers van € 5,50 impliceert dit een dividendrendement van 10,9%. Bij ongewijzigde aannames voor 2009 bedraagt het getaxeerde dividendrendement over dat jaar 7,4%. Tegen deze achtergrond menen wij dat het aandeel BAM een toppositie in de portefeuille toekomt.

Technisch dienstverlener **TKH Group** rapporteerde uitstekende derdekwartalcijfers. De omzet steeg met 18,4% tot € 247,3 miljoen, waarvan 9,9% autonoom. Innovaties in security en manufacturing systems hebben een positieve invloed op deze hoge autonome groei. De EBITA nam met 29,5% toe tot € 19,5 miljoen. Zowel Telecom, Building als Industrial Solutions lieten een omzetgroei zien in lijn met de totale omzettoename. Het derde kwartaal is binnen de TKH-groep door seizoensinvloeden traditioneel het zwakste kwartaal. Niettemin lag de in Q3 gerealiseerde omzet ongeveer op hetzelfde niveau als in Q2. De Raad van Bestuur verlaagde de prognose van het jaarresultaat 2008. De trend bij klanten in met name het segment connectivity systems binnen Building en Industrial Solutions om voor het einde van het jaar voorraden af te bouwen, zal naar verwachting een negatief effect hebben op de uitleveringen in Q4. Op de overige segmenten binnen Telecom, Building en

Industrial Solutions hebben de veranderende economische omstandigheden beperkte invloed. Daarnaast zal door de recente, in korte tijd, met ruim 35% gedaalde koperprijs, in Q4, op basis van de huidige kopernotering, een last genomen moeten worden van netto € 6,5 miljoen. Daartegenover staat een bijzondere belastingbate van € 2 miljoen evenals een eenmalige bate van netto € 2,7 miljoen tengevolge van het deels terug moeten nemen van een in 2002 genomen bijzondere waardevermindering op telecom-activa door een structureel verbeterde winstgevendheid van de aan deze activa verbonden activiteiten. Per saldo resulteert dit in een last van netto € 1,8 miljoen in Q4. Daarmee verwacht TKH thans een netto resultaat voor 2008 van circa € 48 – 50 miljoen, hetgeen een stijging van 18-23% impliceert in vergelijking met het resultaat over 2007. CEO Alexander van der Lof wijst er in een toelichting op de resultaten op dat TKH niet immuun is voor de gevolgen van de afzwakkende economie en dat de onderneming hiervan ook nadelige effecten zal ondervinden. Echter, Van der Lof claimt dat TKH in staat is zich snel aan de veranderende omstandigheden aan te passen. Investerings in innovaties maken het daarbij mogelijk nieuwe posities in de markt in te nemen. Dit geeft TKH compenserend vermogen ten aanzien van effecten van negatieve algemene economische ontwikkelingen. Wij taxeren voor 2008 een winst per aandeel van € 1,55 en houden rekening met een terugval tot € 1,40 in 2009. Op de huidige koers van € 8,- wordt daarmee 5,7 maal de getaxeerde winst 2009 voor aandelen TKH Group betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 7,5% voor 2008 en op 6,8% voor 2009 bij een stabiele payout.

Kabelproducent **Draka Holding** kwam met een trading update over de ontwikkelingen in de tweede helft van 2008. Een centraal thema in het bericht was dat de gang van zaken wordt bemoeilijkt door de effecten van de financiële crisis. Deze gevolgen zijn met name zichtbaar bij de automotive (15% van de groepsomzet) en bouwgerelateerde (25-30% van de groepsomzet) activiteiten. De toenemende vraag naar glasvezelkabel wordt gecompenseerd door een daling in het segment koperen telecommunicatiekabels. De industrieel gerelateerde activiteiten presteren onverminderd sterk. De eerder dit jaar aangekondigde Triple S-(kostenbesparings) programma's, welke € 30 miljoen kosten, liggen op koers. De kostenbesparingen worden geraamd op circa € 15 miljoen vanaf 2010, waarvan ongeveer € 10 miljoen reeds in 2009 zullen worden gerealiseerd. Draka verwacht voor 2008 een bedrijfsresultaat van € 130 tot 135 miljoen en een netto resultaat van ongeveer € 80 tot 85 miljoen – beide exclusief incidentele posten. Voor 2008 vertaalt dit zich in een winst per aandeel van circa € 2,00. Voor 2009 zijn de consensus-taxaties inmiddels behoorlijk neerwaarts bijgesteld tot € 1,25 tot 1,45. Tegen de huidige koers van € 7,- wordt derhalve circa 5 maal de getaxeerde winst 2009 voor aandelen Draka betaald. Wij veronderstellen een dividendrendement van 6,8% voor 2008 en van 5% voor 2009.

ICT Automatisering verwacht over geheel 2008 een omzet van circa € 97 miljoen (2007: € 88,3 miljoen). De netto winst zal naar verwachting uitkomen tussen € 7,1 en 7,3 miljoen (2007: € 6,1 miljoen), een stijging van 17 tot 20%. In de loop van het tweede halfjaar verslechterden de marktomstandigheden voor de Nederlandse activiteiten. Met name ICT Embedded wordt geconfronteerd met afnemers die geraakt worden door de verzwakking van de wereldeconomie. De markten waarin ICT Solutions actief is, laten, met uitzondering van enkele deelmarkten, een gezonde ontwikkeling zien. In Duitsland verloopt de ontwikkeling tot op heden in lijn met de positieve ontwikkelingen in het eerste halfjaar. Er zijn vooralsnog geen tekenen van verzwakking geconstateerd. ICT volgt, gezien de huidige economische omstandigheden, de ontwikkeling in de markt op de voet en treft de voorbereidingen om de organisatie waar nodig aan te passen aan de verslechterende markt. Wij taxeren voor 2008 een winst per aandeel van € 0,86, maar houden rekening met een daling tot € 0,40 – 0,50 in 2009 vanwege ICT's afhankelijkheid van conjunctuurgevoelige sectoren als semi-conductors en automotive. De aandelen noteren op een koers van € 4,85 op circa 10 maal het verwachte resultaat 2009. ICT hanteert traditioneel een hoge payout van circa 80%, zodat op de huidige koers het dividendrendement op 13% komt voor 2008 en 6,2% voor 2009.

Neways Electronics International ontving van het Duitse Rheinmetall Landsysteme een order voor de productie en levering van complete kabelsystemen ten behoeve van het nieuwe Groot Pantser Wielvoertuig (BOXER) van de Nederlandse en Duitse Landmacht. De overeenkomst betreft een compensatie-order met een totale omzet van circa € 10 miljoen voor de levering van circa 80 verschillende bekabelingssystemen voor 472 geavanceerde voertuigen, verspreid over een periode van zeven jaar. Neways heeft zich de afgelopen jaren nadrukkelijker toegelegd op de defensiemarkt, wat heeft geresulteerd in diverse substantiële orders. De verwerving van deze grote order is daarmee een volgend succes in een marktsegment dat voor Neways goede groeimogelijkheden biedt. Tevens biedt uitbreiding van de activiteiten in de defensiemarkt een goed tegenwicht voor enkele meer cyclische activiteiten van Neways. Voor 2008 stevent Neways af op een break-even resultaat. Uit gewone bedrijfsuitoefening zal een netto winst van € 3 tot 4 miljoen worden gerealiseerd, waarop echter een reorganisatielast van € 4,5 miljoen bruto in mindering moet worden gebracht. Deze reorganisatie betreft het onderdeel Neways Electronic Assemblies dat met name toelevert aan de halfgeleiderindustrie. Als gevolg van de herstructurering zal de kostenbasis belangrijk worden verlaagd. De beoogde besparingen bedragen volgens de onderneming € 3,5 miljoen op jaarbasis, waarvan reeds een groot deel in 2009 zal worden gerealiseerd. Voor 2009 taxeren wij vooralsnog eveneens een break-even resultaat. De financiële positie van Neways kan als sterk worden beschouwd met een Netto schuld/EBITDA ratio van 1,2 en een rentedekking van ruim 7. De zichtbare intrinsieke waarde per aandeel bedroeg € 4,98 per medio 2008. De beurskoers noteert thans € 4,30 zodat de discount ten opzichte van de zichtbare intrinsieke waarde ruim 13% bedraagt.

Softwareontwikkelaar **Exact Holding** kwam met een trading update waarin het gewag maakte van een verslechtering van de marktomstandigheden vanaf oktober. Gezien het belang van het vierde kwartaal voor het jaarresultaat onthoudt de onderneming zich van een prognose van het jaarresultaat 2008. Echter, Exact maakte wel duidelijk dat het de inzetende economische neergang pro-actief heeft benaderd. Sinds begin dit jaar heeft het management de kostenstructuur aangepast aan de te verwachten moeilijkere marktomstandigheden. Zo is het aantal medewerkers met circa 10% gereduceerd tot onder 2.500 fte's en zijn kostenbesparingsprogramma's ten uitvoer gebracht. Mede op basis van deze maatregelen voorziet het Bestuur dat de EBITDA voor geheel 2008 tenminste op het niveau van 2007 zal uitkomen, mits de economische omstandigheden niet nog verder verslechteren. Wij hanteren een winst per aandeel van € 1,60 voor 2008 en voorzien een daling van 10% voor 2009. Omdat Exact de volledige winst als contant dividend uitkeert, wordt op de huidige koers van € 13,20 een genereus dividendrendement van ruim 12% genoten. Wij breiden het belang in Exact tegen dalende koersen geleidelijk uit.

ICT-aanbieder **Ordina** kwam met een zware winstwaarschuwing naar buiten. De marktvraag op het gebied van consulting, ICT en application outsourcing in Nederland valt sinds eind oktober sterk terug en de vooruitzichten voor de komende periode zijn, door een duidelijk terugvallende economie, uiterst onzeker. De recurring EBITA-marge op consulting, ICT en application outsourcing staat als gevolg van deze marktontwikkelingen onder druk en komt over 2008 naar verwachting uit tussen 7 en 8% (2007: 10,6%) bij een omzet van circa € 650 miljoen. De voorbereidingen van maatregelen om het hoofd te bieden aan de sterk verslechterde marktomstandigheden zijn in een afrondende fase. Deze maatregelen worden 18 december a.s. aangekondigd. De markt voor Business Process Outsourcing-services (BPO) voor financiële dienstverleners is, als gevolg van de kredietcrisis en terugtrekkende bewegingen van buitenlandse financiële instellingen die voornemens waren toe te treden tot de Nederlandse markt, ook voor de middellange termijn niet positief. Investerings in de toekomstige BPO-doelplatforms geven onvoldoende rendement. Dit is het gevolg van een langere doorlooptijd en grotere omvang van investeringen. Tezamen met de voortijdige contractbeëindiging door Robeco Direct per 1 oktober jl., leidt dit ertoe dat de BPO-activiteiten over 2008 circa € 12 miljoen verlies bij een omzet van circa € 40 miljoen zullen realiseren. In combinatie met de verslechterde toekomstige marktkansen blijven ook de meerjarige verwachtingen (resultaat en cashflow) negatief. Als gevolg hiervan zal een bijzondere waardevermindering (impairment) van het

overgrote deel van de materiële en immateriële activa van de BPO-activiteiten ten laste van het resultaat over 2008 plaatsvinden. Deze activa vertegenwoordigen op dit moment een waarde van € 63 miljoen. Met de hoogst mogelijke urgentie wordt gekeken naar mogelijkheden om de verlieslatende situatie bij BPO structureel en zo snel mogelijk op te lossen. Eenmalige lasten die hiermee verband houden, zullen voor zover mogelijk eveneens ten laste van het resultaat over 2008 worden gebracht. Tevens wordt gekeken naar inkrimpings- en verkoopmogelijkheden van (delen van) de BPO-activiteiten. De met deze maatregelen samenhangende kosten zijn sterk afhankelijk van de concrete invulling van mogelijke toekomstscenario's. Niet moet worden uitgesloten dat ook deze kosten materieel van omvang kunnen zijn. Dit kan leiden tot aanvullende reserveringen ten laste van het resultaat over 2008. Omvang en onderbouwing hiervan worden uiterlijk bij de presentatie van de jaarcijfers in het voorjaar 2009 bekend gemaakt. Als enige positieve noot in dit bericht meldde Ordina dat de vraag naar grote projecten en meerjarige outsourcingopdrachten tot op heden nog altijd een gezond beeld vertoont. De recent door Ordina gewonnen meerjarige opdrachten bij KPN en Postkantoren B.V. zijn daarvan een goed bewijs en bevestigen de goede marktpositionering van Ordina.

Wij hebben na publicatie van de winstwaarschuwing direct éénderde van de positie in Ordina verkocht tegen een koers van € 2,88 per aandeel. Wij hebben besloten het restant van de positie aan te houden, omdat het kernbedrijf van Ordina een zeer gezonde en winstgevende operatie betreft die tegen de huidige koers van € 2,30 per aandeel een discount van tenminste 50% van de *fair value* doet. Zodra meer duidelijkheid ontstaat over de exit-procedure van de BPO-activiteiten verwachten wij een technisch koersherstel. Ook een overname van Ordina door een geïnteresseerde buitenlandse speler die nog geen positie in de Benelux bezit, is naar onze mening niet uit te sluiten.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Crucell	8,4%
Imtech	8,2%
Nedap	7,4%
Koninklijke BAM Groep	6,9%
SMIT Internationale	5,4%
Brunel International	5,4%
Unit 4 Agresso	5,4%
HES Beheer	4,9%
Aalberts Industries	4,8%
Sligro Food Group	4,7%
Overige 13 ondernemingen	31,0%
Liquiditeiten en overige	7,5%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De combinatie van tegenvallende economische vooruitzichten en gedwongen verkopen van aandelenposities heeft feitelijk geleid tot een kopersstaking in het small- en midcapsegment. Er zijn enkele signalen die wijzen op

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

een voortzetting van deze trend in december. Een aantal institutionele beleggers wenst de portefeuilles vóór het jaareinde kennelijk volledig op te schonen, teneinde met een schone lei het nieuwe jaar te kunnen beginnen. Deze uitverkoop kan deze maand tot nieuwe koersdieptepunten leiden. Wij zullen hiervan selectief gebruik maken om bestaande posities tegen aantrekkelijke (bodem)prijzen uit te breiden. Daarbij bestaat een expliciete voorkeur om die posities te vergroten waarvan zeker is dat er in 2009 en 2010 dividend op wordt ontvangen. Op basis van de koersen van ultimo november bedraagt het dividendrendement op de portefeuille 5,56% netto. Het tijdsgewogen dividendrendement op jaarbasis bedraagt momenteel zelfs 12%.

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

3 december 2008