

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2009

Inleiding

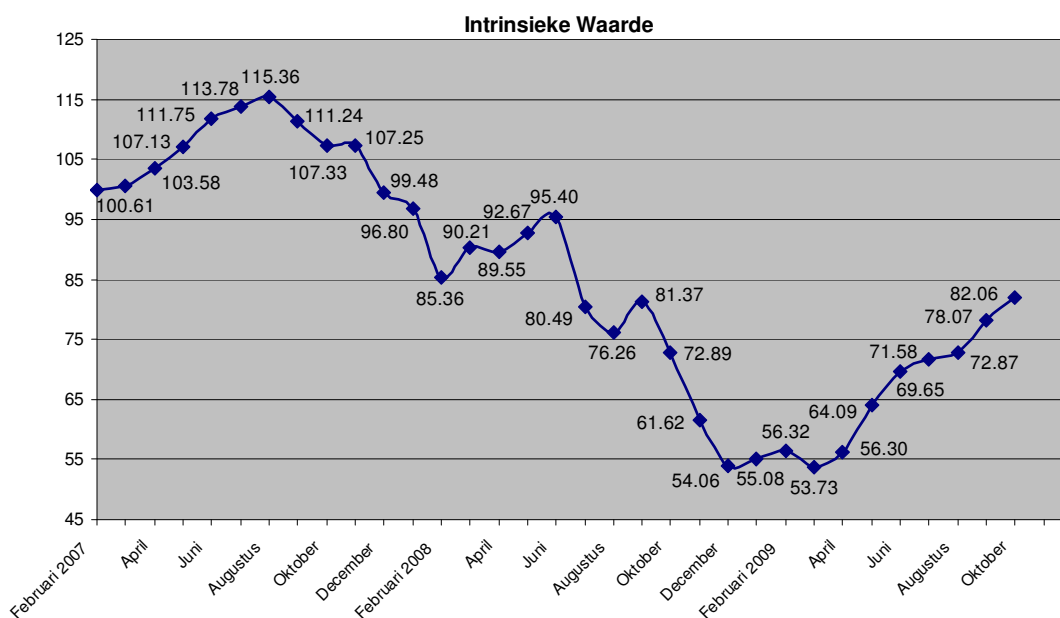
Voor de zevende achtereenvolgende maal werd de verslagmaand met hogere koersen afgesloten. De AEX-index kon 5,1% toevoegen op 311,65, terwijl de Amsterdam Midkap Index met een stijging van 5,3% tot 475,42 ongeveer eenzelfde toename noteerde. De Amsterdam Smallcap Index eindigde in september 2,8% hoger op 434,08. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg met 5,1% van € 78,07 naar € 82,06. De year-to-date waardeinstijging bedraagt 49,0%. Per 30 september 2009 was voor een bedrag van € 40,3 miljoen belegd in 22 ondernemingen. Per 1 oktober 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 40,0 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum sprake is van een volledig belegde portefeuille en een kleine debetpositie.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 1 oktober 2009	€ 82,06
Fondsvermogen per 1 oktober 2009	€ 40.044.566
Aantal uitstaande participaties per 1 oktober 2009	487.991

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	+1,8	+7,1	+5,1				+48,98	-17,94



Mutaties in de portefeuille

Er werd een gering aantal mutaties uitgevoerd in september. Het resterende belang in **ICT Automatisering** werd met verlies verkocht. De concurrentiepositie van deze ICT dienstverlener blijft onzes inziens de komende jaren onder druk staan, waardoor het gebrek aan schaalomvang en commerciële slagkracht een bovengemiddelde koersperformance structureel zal bemoeilijken. De kleine positie in **Nutreco** werd met een mooie koerswinst (> 15%) eveneens afgestoten. Daartegenover werd een belang genomen in industrieel toeleverancier **Kendrion**. In de verslagmaand versterkte Kendrion de vermogenspositie met een onderhandse plaatsing van 10% van het uitstaande aandelenkapitaal, waardoor het goed gepositioneerd is om in de komende jaren een aantrekkelijk track record te gaan realiseren. De geleidelijk verbeterende economische vooruitzichten waren voor ons tevens aanleiding om een belang te nemen in uitzendgroep **USG People**, welke als vroeg cyclische onderneming bovengemiddeld zal profiteren van een weer oplopende vraag naar schaarse specialisten. Overigens breidden wij de posities in **Amsterdam Commodities**, **Hunter Douglas**, **Neways** en **Sligro Food Group** verder uit. De positie in **Crucell** werd indirect met 20% uitgebreid door middel van een 'synthetisch aandeel'. Deze optie constructie loopt tot en met 18 juni 2010 en kan tussentijds worden uitgeoefend. Tenslotte realiseerden wij enigermate winst op de posities in **Brunel International**, **Macintosh Retail Group** en **TKH Group**.

Bedrijfsnieuws

Technisch dienstverlener **Imtech** meldde de verwerving van de order voor de complete duurzame (energie)technologie bij de renovatie van het hoofdkantoor van BNP Paribas Fortis in Brussel. Dit 'green head office' zal één van de meest duurzame kantoren in België worden. De waarde van de opdracht bedraagt ruim € 20 miljoen. Tevens ontving Imtech orders ter waarde van bijna € 25 miljoen voor 'groene' en hightech datacenters van financiële instellingen in Nederland. Volgens CEO René van der Bruggen gaan steeds meer grote organisaties ertoe over hun hoofdkantoren in het kader van maatschappelijk verantwoord ondernemen volledig duurzaam te maken. Imtech weet met duurzame, geïntegreerde en intelligente technische oplossingen goed in te spelen op deze trend tot 'green head offices'. De order bevestigt dan ook Imtech's sterke positie op de Europese markt voor 'groene' gebouwen. Na orders voor de 'groene' revitalisatie van het hoofdkantoor van Deutsche Bank in Frankfurt (€ 120 miljoen) en de duurzame technologie in het hoofdkwartier van de Nederlandse Koninklijke Landmacht in Utrecht (€ 60 miljoen) vormt ook deze order een belangrijke duurzame referentie. Groene datacenters zijn eveneens een sterke groeiemarkt voor Imtech in Europa. Ondanks de economische crisis investeren financiële instellingen in toenemende mate in de uitbreiding van hun datacapaciteit voor financiële transacties. Recent heeft Imtech in Duitsland al diverse van deze centra opgeleverd. Het dienstenpakket van Imtech, met kennis en referenties in alle benodigde technische competenties, maakt 'groene' technische totaaloplossingen mogelijk. Toegenomen eisen van De Nederlandsche Bank om de continuïteit en het veiligheidsniveau van het Nederlandse betalingsverkeer verder te verhogen, maken investeringen in datacenters van financiële instellingen noodzakelijk. Deze investeringen in de vorm van capaciteitsuitbreiding en verbetering van de beveiliging zijn ook nodig omdat de intensiteit van het digitale betalingsverkeer verder toeneemt. Extra capaciteit minimaliseert de kans op onverwachte storingen waardoor klanten optimale service kan worden geboden. Imtech is verantwoordelijk voor de detailengineering en implementatie van alle 'groene' technische oplossingen, waaronder alle power voorzieningen (centrale energievoorzieningen, krachtinstallaties, middenspanning, schakel- en verdeelinrichtingen), het energie-managementsysteem en innovatieve koeling, inclusief alle geïntegreerde elektrotechnische en werktuigbouwkundige oplossingen. Tevens wordt de technische inrichting van de computerzalen – met duizenden gekoppelde en met elkaar geïntegreerde computerservers – verzorgd. Uitgangspunt bij alle technische oplossingen is dat deze zo energiezuinig en duurzaam mogelijk worden ingericht en daarmee ruimschoots voldoen aan de Europese richtlijnen op dit gebied. Het resultaat hiervan is relatief lage energiekosten en een zeer beperkte CO₂-uitstoot. Imtech is tevens verantwoordelijk voor de volledige veiligheid, waaronder alle 'no break' voorzieningen. Deze zorgen ervoor dat alle processen te allen tijden zonder onderbreking doorgang vinden, mocht de netspanning van

het elektriciteitsbedrijf - door welke reden dan ook – wegvallen. Daarnaast worden ondergrondse brandstofvoorzieningen aangebracht waarop aggregaten worden aangesloten die ‘stand alone’ de energievoorziening kunnen verzorgen. Alle aan het primaire proces gerelateerde technische voorzieningen zullen redundant (= dubbel) worden uitgevoerd, waarmee extra garanties worden geboden voor een veilige en ongestoorde bedrijfsvoering. Imtech zorgt tevens voor hightech security: geavanceerde gebouwbeheersing, hightech camerasystemen en ‘control rooms’, branddetectie en -beveiliging, ontruimingsinstallaties en bliksemafleiding. De datacenters zullen medio 2010 worden opgeleverd. Bovengenoemde orders bevestigen het beeld dat bij Imtech voldoende niet-cyclische opdrachten blijven binnenkomen. Daarbij komt dat de aanvraag voor nieuwe orders – Request For Orders (RFO) – een belangrijke *leading indicator* voor Imtech, verder toeneemt. Daarom voorzien wij, anders dan de meeste analisten, geen terugval in de netto resultaten in 2009 of 2010. De huidige waardering van de aandelen, slechts 10 maal de verwachte winst voor het lopende jaar, is een flauwe weerspiegeling van het sterke winstmomentum van Imtech. De aandelen blijven de grootste holding binnen de portefeuille met een fondsweging van bijna 12%.

Crucell, de grootste onafhankelijke vaccinproducent ter wereld, maakte eind september een zeer belangrijke *strategische samenwerking* bekend met het Amerikaanse bedrijf Johnson&Johnson, de grootste organisatie ter wereld op het gebied van gezondheids- en verzorgingsproducten met een marktkapitalisatie van \$ 170 miljard. Ortho-Mcneil-Janssen Pharmaceuticals, een onderdeel van Johnson&Johnson, gaat samen met Crucell een strategische samenwerking aan voor het ontdekken, ontwikkelen en commercialiseren van *innovatieve producten* op het gebied van monoclonale antilichamen (antistoffen) en vaccins ter behandeling van en preventie tegen griep, alsook andere infectie- en niet-infectie- ziekten. De focus van deze samenwerking is gericht op het ontwikkelen en commercialiseren van een universeel monoclonaal antilichaam product (flu-mAb) voor de behandeling van en preventie tegen griep. Crucell en Ortho-Mcneil-Janssen Pharmaceuticals zijn beide verantwoordelijk voor een universeel flu-mAb product dat tegen alle griep A virussen bestand is, alsook het virus H1N1 (seizoens- en Mexicaanse griep) en het H5N1 virus (vogelgriep). Binnen dit programma is Crucell verantwoordelijk voor onderzoek en ontwikkeling van griep antilichamen tot en met fase IIA. De kosten van deze studies worden volledig gedekt door het onlangs ontvangen contract (zie maandbericht over augustus) van de Amerikaanse onderzoekscentra NIAID en NIH. Ortho-Mcneil-Janssen Pharmaceuticals daarentegen is verantwoordelijk voor het onderzoek en ontwikkeling van het flu-mAb product vanaf fase IIB. Daarnaast is er een innovatieve lange termijn samenwerking voor het ontdekken en ontwikkelen van een universeel vaccin ter preventie van griep, alsook antilichamen en of vaccins tegen drie infectie- of niet-infectie- ziekten. Dit zou kunnen betekenen dat Ortho-Mcneil-Janssen Pharmaceuticals bestaande productontwikkelingsprogramma’s van Crucell gaat ondersteunen op het gebied van tuberculosis (fase III), malaria (fase II) en wellicht HIV (fase I). Beide samenwerkingen zorgen voor een versnelling van de antilichamen en vaccinkennis die via het unieke technologisch- en productieplatform van Crucell en de wetenschappelijke en ontwikkelingservaring van Ortho-Mcneil-Janssen Pharmaceuticals tot een verhoogd succes kunnen leiden. Ortho-Mcneil-Janssen Pharmaceuticals bezit de commerciële rechten voor de producten in alle landen van de wereld, met uitzondering van de Europese Unie en andere Europese landen waar Crucell de commerciële rechten bezit. Ook behoudt Crucell de exclusieve rechten van UNICEF en de Pan American Health Organization (PAHO). Ondanks de enorme vooruitgang in preventie en behandeling tegen griep, blijft het een enorm volksgezondheidsprobleem. Elk jaar moet namelijk het griepvirus opnieuw worden geformuleerd, aldus Paul Stoffels, Global Head, Pharmaceuticals R&D, van Johnson&Johnson. Een universeel antilichaam of vaccin dat bescherming biedt tegen verschillende virussen zou een belangrijk voordeel kunnen leveren voor doktoren en verplegers om de jaarlijkse seizoensgriep en acute epidemische en pandemische uitbraken te controleren. Deze samenwerking brengt kennis, unieke technologie en innovatie bij elkaar om de wereldgezondheid te verbeteren met nieuwe farmaceutische producten, aldus CEO Ronald Brus van Crucell. De samenwerking versnelt het bestaande flu-mAb programma dat al heeft aangetoond

– wetenschappers hebben dat bekend gemaakt in toonaangevende vakbladen Science en Nature – de potentie te hebben om een antilichaam product te leveren voor de preventie en behandeling tegen elk type griepvirus. Johnson&Johnson heeft naast deze strategische samenwerking via JHC Nederland B.V., 14,6 miljoen nieuwe gewone aandelen Crucell gekocht – circa 18% van de uitstaande aandelen – voor een totaal bedraagt van € 301,8 miljoen. Beide ondernemingen hebben afgesproken dat milestone en royalty betalingen afhankelijk zijn van het succesvol ontwikkelen en commercialiseren van het product. Deze betalingen (> 10% van de omzet) kunnen voor Crucell volgens bestuursvoorzitter Ronald Brus op termijn enkele honderden miljoenen euro's bedragen. Verder zijn er afspraken gemaakt tussen Crucell en JHC Nederland over bepaalde rechten en beperkingen. JHC Nederland mag het belang de komende drie jaar niet verder uitbreiden en de verworven aandelen hebben een lock-up periode van 3 maanden. Binnenkort brengt Crucell een prospectus uit waar meer informatie in vermeld staat. Het is al wel duidelijk dat Crucell ondanks de 18% equity stake van Johnson&Johnson volledig onafhankelijk blijft. De Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen blijven ongewijzigd. Alhoewel beleggers al het bovenstaande nieuws in eerste instantie positief ontvingen – beurskoers steeg met 9% tot € 17,40 - was de aandacht al snel gevestigd op het niet volledig overnemen van Crucell, waardoor overnamespeculatie uit de beurskoers liep. Analisten waren verrast, konden niet de toekomstige waarde inschatten en keken vooral naar de korte termijn aspecten – geen overname – waardoor de beurskoers in de verslagmaand verder daalde. Door de plaatsing van nieuwe aandelen versterkte Crucell tegelijkertijd haar eigen vermogen en kaspositie die richting ultimo 2009 zal oplopen naar circa € 500 miljoen, ofwel 42% van de huidige marktkapitalisatie. Deze stevige balans, met nagenoeg geen schuld en inclusief compensabele verliezen biedt dan ook interessante mogelijkheden. Wij verwachten op korte termijn een overname die substantieel gaat bijdragen aan de winstpotentie van Crucell (net als eerder bij Berna en SBL) en uiteindelijk de groei van de winst per aandeel doet versnellen. Naar onzes inziens is de strategische samenwerking met Johnson&Johnson op middellange- en lange termijn de beste deal voor *aandeelhouderswaardecreatie*. Als deze deal net zo succesvol zal worden als de deal die Genentech destijds afsloot met Roche in februari 1990 – Roche nam in maart jl. Genentech over voor bijna \$ 47 miljard (vertienvoudiging van de oorspronkelijke waarde) – dan ligt er nog veel aandeelhouderswaarde in het verschiet. Crucell bekleedt de tweede positie in de portefeuille met een fondsweging van bijna 10%.

Unit 4 Agresso, het moederbedrijf van financiële softwarespecialist CODA, en salesforce.com, de onderneming voor zakelijke *cloud computing**, bundelen hun krachten in FinancialForce.com. Dit nieuwe bedrijf zal financiële en boekhoudapplicaties leveren in de cloud. Unit 4 Agresso krijgt de meerderheid van de aandelen in FinancialForce.com, salesforce.com de minderheid. Beide partijen doen geen uitspraak over de precieze verdeling, maar marktkenners gaan uit van een 80/20 verhouding. CODA2go, de cloud accountingapplicatie van CODA, wordt omgedoopt tot FinancialForce.com en zal voortaan worden aangeboden door de nieuwe onderneming. Wij beoordelen deze equity carve out als zeer positief voor Unit 4 Agresso. Met de steun van salesforce.com (60.000 klanten en 1,5 miljoen gebruikers), zal het oorspronkelijke CODA2go een veel grotere kans hebben zich tot één der toonaangevende applicaties op te werken, dan in eigen beheer. Salesforce.com behoort tot de meest succesvolle aanbieders van CRM-applicaties gebaseerd op het Software-as-a-Service (SaaS)-platform. Tegen de huidige beurskoers van € 14,50 wordt ruim 11 maal de verwachte winst voor de aandelen Unit 4 Agresso betaald, hetgeen een zuinige waardering in een internationale context mag worden genoemd. Unit 4 Agresso bekleedt momenteel de vierde positie in de portefeuille.

*) = onder cloud computing wordt doorgaans verstaan 'in ons datacenter'. Het nieuwe woordgebruik heeft echter wel degelijk betekenis. Het geeft aan dat het gaat om datacenters van een nieuwe(re) generatie. Die 'next generation datacenters' zijn heel modulair opgebouwd, zodat naar behoefte elastische clusters van functionaliteit kunnen worden gevormd die dynamisch kunnen worden aangepast. Dit alles wordt mogelijk gemaakt door virtualisatietechnologie. Door virtualisatie is een virtuele wereld ontstaan ('the cloud') waarin naar hartelust met

zowel applicaties als data kan worden geschoven. De systeembeheerder is niet langer in staat aan te geven waar informatie zich op enig moment fysiek bevindt, anders dan 'ergens op het internet', ofwel 'in the cloud'.

Op zondag 27 september vierde onze deelneming **Nedap** zijn tachtigste verjaardag. Gezien de moeilijke marktomstandigheden van dit moment, werd gekozen voor een sobere viering. De technisch hoogwaardige oplossingen die Nedap vervaardigt, hebben ons inziens een grote toekomst. In dit kader kan een begin september op het terrein van Nedap in Groenlo geïnstalleerde windturbine figureren. Deze turbine is aangesloten op de door Nedap ontwikkelde *PowerRouter* die de opgewekte energie converteert en optimaliseert om terug te voeden aan het net, in dit geval het eigen Nedap-net. Uniek aan deze geïnstalleerde PowerRouter, specifiek aangepast op de Turby windmolen, is dat hij bi-directioneel kan werken. Bi-directioneel betekent dat electra beide kanten op gaat. Dit houdt enerzijds in dat de windturbine opgestart ofwel 'aangeslingerd' kan worden om te toetsen of er voldoende wind is om deze draaiende te houden. Anderzijds bestuurt de PowerRouter ook de rem om bij hoge windsnelheden veiligheid te kunnen garanderen. Een andere unieke functionaliteit van de PowerRouter laat deze opstelling ook zien: er kunnen namelijk ook zonnepanelen op worden aangesloten. Op een der aangrenzende daken is een installatie voor zonnestroom opgezet. Ook deze wordt op de PowerRouter aangesloten en gecombineerd met de opgewekte windenergie. Een geïntegreerd gedeelte voor het managen van accu's maakt de PowerRouter compleet. Zo kan de PowerRouter bijvoorbeeld een surplus aan energie opslaan, de verbruikers altijd voorzien van stroom en duurzame energieën beter beheersbaar maken. Door stroom slim te sturen kan de PowerRouter ook onafhankelijk van het net werken, als noodstroomvoorziening fungeren of gewoon energie terugleveren aan het net. Veel mogelijkheden dus, die op het terrein van Nedap in een ideale opstelling staan om het systeem te testen en live te tonen. Voor het systeem van de PowerRouter worden thans internationaal partners gezocht om het thema van het jaarverslag 2008 "Endless Energy" de komende jaren realiteit te laten worden. Wij taxeren voor Nedap voor 2009 een winst per aandeel van € 0,50 (2008: € 2,06) vanwege de wereldwijd fors gekrompen investeringen in technische innovaties en toepassingen. Voor 2010 voorzien wij een herstel tot € 1,25. Tegen de huidige beurskoers van € 17,- zijn de aandelen Nedap niet overdreven hoog gewaardeerd op 13,6 maal de verwachte winst 2010. De gehanteerde dividendpolitiek voorziet in een pay out van 80 tot 90%, zodat een verwacht dividendrendement van 6,25% in beeld komt.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	11,6%
Crucell	9,6%
Brunel International	7,2%
Unit 4 Agresso	7,2%
Koninklijke Ten Cate	5,7%
Grontmij	5,3%
Smit Internationale	5,2%
Hunter Douglas	5,1%
LBi International	4,8%
HES Beheer	4,6%
Overige 12 ondernemingen	34,0%
Liquiditeiten en overige	-0,3%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten en potentie van het Add Value Fund

De in juli en augustus gerapporteerde halfjaarcijfers bevestigden op hoofdlijnen de consensus van analisten en beleggers. Er was over het algemeen sprake van forse omzetzakkingen en ook de marges stonden veelal onder druk. Bovenal bleek dat de meeste ondernemingen sneller en ingrijpender dan voorzien hebben gereorganiseerd. Dit heeft geleid tot een aanzienlijke verlaging van de break-even points. In onze portefeuille verdienen steeds meer deelnemingen het predikaat *mean and lean*.

Wij zijn van mening dat de ondernemingen in onze portefeuille goed gesteld staan om, zodra de (wereld)economie slechts in geringe mate herstelt, weer aantrekkelijke winsten te kunnen genereren. In de samenstelling van de portefeuille hebben wij bewust een zodanige spreiding aangebracht, dat er een zo optimaal mogelijke risk-reward verhouding is.

Daarbij hanteren wij zes invalshoeken:

1. Groei ondanks recessie → 22% van de portefeuille

Imtech is een toonaangevende technische dienstverlener in Europa op de gebieden van electrotechniek, werktuigbouwkunde en ICT. De Groep is onbetwist marktleider in Duitsland (energie- en milieutoepassingen), alwaar in rap tempo marktaandeel wordt gewonnen. Imtech is uitstekend gepositioneerd in groeiemarkten en nichemarkten met 19.500 klanten, duizenden onderhoudscontracten en toenemende overheidsopdrachten (30% van de opbrengsten). Het *recurring business model* (55% van de opbrengsten heeft een wederkerend karakter) en de solide balansverhoudingen stellen Imtech in staat om de komende periode de positie in Scandinavië verder uit te breiden en de succesvolle strategie in deze markt uit te rollen. Imtech is tenslotte een actieve niche player in de internationale markten van Marine, Traffic en ICT. **Koersdoel: € 24,- Opwaarts koerspotentieel: +35%**

Crucell is een volledig geïntegreerd biofarmaceutisch bedrijf met de nadruk op ontwikkeling, productie en marketing van vaccins en antilichamen tegen infectieziekten over de gehele wereld. Crucell is de grootste onafhankelijke speler op de wereldmarkt van vaccins en heeft de laatste jaren een uitstekend track record opgebouwd. De product portfolio bestaat uit vaccins tegen onder meer hepatitis B, kinderziekten en reizigersvaccins. Daarnaast is Crucell een innovator door het tezamen met DSM Biologics geformuleerde PER.C6 technologieplatform, waar op industriële schaal vaccins en monoklonale antilichamen kunnen worden geproduceerd. Tenslotte beschikt Crucell over een robuuste pijplijn van nieuw te ontwikkelen producten. Naar onze mening moet de netto winst - mede door acquisities - de komende twee jaar kunnen verveelvoudigen. De Amerikaanse farmaciegigant Johnson&Johnson verwierf zeer onlangs een belang van 18% in het aandelenkapitaal van Crucell, waarbij de twee ondernemingen tegelijkertijd een strategische samenwerking aankondigde voor de ontwikkeling van een universeel monoclonaal antilichaam product en een universeel vaccin tegen griep. **Koersdoel: € 25,- Opwaarts koerspotentieel: +57%**

2. Vroeg cyclisch herstel → 11% van de portefeuille

Brunel International is een internationaal opererende detacheerder in ingenieursdiensten, ondersteunende diensten in de internationale olie & gas markten, ICT, financiële en juridische dienstverlening en in de verzekerings- en bankensector. Brunel geldt als de benchmark in de sector met de hoogste marges. Het management van Brunel beschikt over een superieur track record en voorziet de komende vijf jaar een verdubbeling van de omzet. Als enige in de sector heeft Brunel gedurende de recessie niet of nauwelijks gereorganiseerd, waardoor het inmiddels snel marktaandeel wint.

De grootste winstpotentie ligt voor Brunel aan het begin van de cyclus, waarvan de eerste tekenen thans zichtbaar worden. **Koersdoel: € 35,-** **Opwaarts koerspotentieel: +50%**

Neways Electronics International richt zich op het ontwikkelen, vervaardigen en onderhouden van klantspecifieke elektronische oplossingen, in nauwe samenwerking met zijn klanten, voor de industriële en professionele marktsectoren, waaronder de automatiseringsindustrie, de luchtvaartindustrie, de automotive-industrie, de medische industrie, de defensie-, halfgeleider- en telecommunicatie-industrie. Gedurende de recessie is Neways erin geslaagd de productiecapaciteit aan te passen aan de marktvraag onder handhaving van solide balansverhoudingen. Neways is daardoor in staat direct te profiteren van de eerste tekenen van herstel in de halfgeleiderindustrie bij klanten als ASML. **Koersdoel: € 12,-** **Opwaarts koerspotentieel: +100%**

3. **High beta & Ondergewaardeerd** → **6% van de portefeuille**

Aalberts Industries is een internationaal opererende groep van bedrijven met twee kernactiviteiten, te weten industrial services en flow control. Aalberts bekleedt topposities in elk van deze markten. Het management is voortdurend op zoek naar een versterking van deze topposities via een combinatie van autonome groei en gerichte acquisities. Doelstelling is een continue groei van omzet en resultaat. Dit heeft geresulteerd in een uitstekend track record, waarbij de gemiddelde toename van de winst per aandeel op 17% per jaar uitkwam over de afgelopen 15 jaar. Niettemin kwam de beurskoers van Aalberts Industries in 2008 zwaar onder druk te staan. In de huidige herstelfase van de markt blijkt het aandeel zich in de gunst van beleggers te mogen verheugen vanwege een hoge operationele leverage op haar kernactiviteiten.

Koersdoel: € 14,- **Opwaarts koerspotentieel: +46%**

Koninklijke BAM Groep kan worden gerekend tot de grootste Europese bouwondernemingen. Ofschoon de Groep een uitstekend track record kan overleggen, is zij niet immuun voor de heersende recessie. Desalniettemin blijken de werkmaatschappijen binnen BAM goed winstgevend te (kunnen) opereren, met uitzondering van de vastgoedontwikkeling. Een reorganisatie binnen dit bedrijfs onderdeel zou de koersavance op korte termijn kunnen frustreren. Het orderboek bevindt zich op een vertrouwenwekkend niveau van € 12,4 miljard per medio 2009, hiervan zal tweederde worden uitgevoerd in 2010 en volgende jaren. De waarde van de grondbank en het belang van 21,5% in baggermaatschappij Van Oord zijn elementen die value beleggers weten te bekoren. Op langere termijn lijkt BAM Groep te kunnen uitgroeien tot een consolidator op de Europese thuismarkt. Sum-Of-The-Parts analyse wijst op een zichtbare waarde van € 15,- per aandeel.

Koersdoel: € 15,- **Opwaarts koerspotentieel: +97%**

4. **Geen research coverage & Winstverrassing in 2010** → **14% van de portefeuille**

LBI International is een specialist op het gebied van digitale marketing en aanverwante high-tech diensten. LBI voorziet in een compleet scala van digitale diensten, waaronder strategie, merkenbeleid, content, design, media, CRM, technologie, managed hosting en procesondersteuning. Volgens onderzoeksinstituut Forrester is LBI in de bedrijfstak de enige die het predikaat marktleider verdient in zowel de Verenigde Staten als Europa. In de markt van digitale marketing is momenteel een consolidatieslag gaande. Daarbij doet zich het bijzondere feit voor dat de aandelen van het hoog aangeslagen LBI op een grote discount ten opzichte van de peer group worden verhandeld wanneer naar de verwachte winst voor 2010 wordt gekeken.

Koersdoel: € 3,- **Opwaarts koerspotentieel: +88%**

Direct Wonen is in Nederland marktleider en toonaangevend op het gebied van particuliere woningverhuur, actief in verkoop van nieuwbouwprojecten en in de financiële dienstverlening. Nadat 2008 als een overgangsjaar kan

worden beschouwd, waarin een vergaande reorganisatie werd doorgevoerd, is Direct Wonen nu weer goed op weg om winstgevend te gaan opereren. De operationele uitgaven werden met 21% fors gereduceerd in de eerste helft van 2009. Wij voorzien een groei van de omzet in het tweede halfjaar die een sterke impuls aan de netto winst zal kunnen geven. De balans is schuldenvrij en de kas- en vermogenspositie is uiterst solide. De onderneming is momenteel genoteerd aan de AIM in Londen, maar wij sluiten een notering op NYSE Euronext Amsterdam in de toekomst niet uit, wat een re-rating tot gevolg kan hebben.

Koersdoel: 65 pence Opwaarts koerspotentieel: +78%

Hunter Douglas is wereldwijd marktleider op het gebied van raambekleding (merk: Luxaflex) en een toonaangevende producent van architectonische producten. Grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg houdt ruim 81% van de aandelen, waardoor de verhandelbaarheid van de aandelen beperkt is. De Groep heeft een zeer drastische reorganisatie achter de rug, waarna verrassend sterke cijfers over het tweede kwartaal van 2009 werden bekendgemaakt. De operationele cashflow bleek in de eerste zes maanden van 2009 een vijfvoud te zijn van die van dezelfde periode in 2008 en lijkt voor het gehele jaar af te stevenen op een absoluut recordniveau. Wij voorzien voor de tweede helft van 2009 het voor Hunter Douglas normale seizoenpatroon van hogere omzetten en winsten, dit jaar versterkt door een licht herstel van de markt. Het aandeel wordt momenteel verhandeld op een historisch lage koers in vergelijking tot de zichtbare intrinsieke waarde van slechts 1,15 maal.

Koersdoel: € 50,- Opwaarts koerspotentieel: +77%

5. **Late cyclical & Deep value → 22% van de portefeuille**

Koninklijke Ten Cate is wereldwijd toonaangevend in technisch textiele toepassingen voor militaire voertuigen, industriële en militaire kleding, geosynthetische materialen en kunstgras. Het jaar 2009 is voor Ten Cate in alle opzichten een overgangsjaar. De afzetmarkten staan zwaar onder druk en het management geeft prioriteit aan cash management en versterking van de balansstructuur. Ten Cate is een eersteklas kandidaat om volop te profiteren van een herstel in de relevante afzetmarkten in 2010 en 2011. In deze (niche)markten bekleedt de Groep zeer sterke posities, waarbij aansprekende thema's als veiligheid en milieu onveranderd actueel zijn. De balansstructuur is inmiddels zover versterkt dat de groep's buy and build strategy kan worden uitgevoerd en de strategische doelstellingen op middellange termijn binnen bereik blijven.

Koersdoel: € 30,- Opwaarts koerspotentieel: +100%

Smit Internationale kent een traditie van bijna 170 jaar als maritiem dienstverlener. De dienstverlener is ondergebracht in vier divisies, harbour towage, terminals, bergingen en transport & heavy lift. De goede diversificatie heeft er mede toe bijgedragen aan het feit dat Smit Internationale de economische crisis glansrijk doorstaat. Boskalis zit nog altijd op het vinkentouw om met name de florerende terminaldivisie in te lijven en zou te zijner tijd ook een hernieuwde bieding op de gehele onderneming kunnen uitbrengen. Boskalis controleert reeds meer dan 25% van de aandelen in Smit Internationale.

Koersdoel: € 65,- Opwaarts koerspotentieel: +27%

Nedap is gespecialiseerd in de ontwikkeling en levering van innovatieve en duurzame oplossingen op het gebied van onder meer veiligheid, automatisering, management- en informatiesystemen voor ondernemingen en overheidsinstellingen. Dit jaar liggen de resultaten sterk onder druk, maar wij voorzien een gedeeltelijk herstel in 2010 en, op basis van het krachtige innovatieve karakter van de onderneming, een sterkere verbetering in 2011.

Koersdoel: € 30,- Opwaarts koerspotentieel: +76%

TKH Group is een gespecialiseerde dienstverlener op de gebieden telecom, bouw en industrie. De Groep heeft een zeer krachtig track record opgebouwd in de achterliggende jaren, maar was gedwongen de vaste kosten-

basis te verlagen als gevolg van de internationale economische recessie. De doorgevoerde reorganisaties hebben het break-even point significant en structureel verlaagd, hetgeen vanaf 2010 in een winstherstel zal resulteren. Het patroon van verbeterde resultaten is identiek aan dat van Nedap.

Koersdoel: € 18,- Opwaarts koerspotentieel: +71%

Amsterdam Commodities is een internationale handelsgroep in specerijen, noten, gedroogde groenten, voedselingrediënten, alsmede, via deelneming RCA Commodities, in natuur- en synthetisch rubber. De onderneming kan refereren aan één van de fraaiste track record van Euronext Amsterdam: over de afgelopen tien jaar werd een gemiddelde jaarlijkse stijging van de netto winst van 16% gerapporteerd. Ondanks de negatieve effecten van de recessie, werd ook over de eerste zes maanden van 2009 een hoger resultaat geboekt. Acomo streeft naar een strategie die deels is gebaseerd op expansie van de goed renderende voedselingrediënten-divisie. **Koersdoel: € 6,50 Opwaarts koerspotentieel: +44%**

6. **Geringe groei, maar aantrekkelijk lange termijn winstpotentieel → 20% van de portefeuille**

Unit 4 Agresso ontwikkelt, verkoopt en ondersteunt business software voor internationale ondernemingen en overheden. Na de succesvolle acquisitie van het Britse CODA in 2008/09, weet Unit 4 Agresso in een zeer uitdagende marktomgeving uitstekende resultaten te boeken. Hierbij wordt marktaandeel gewonnen van grotere partijen als SAP en Oracle. Het nieuwe SaaS-product CODA2go is recent omgelabeld tot FinancialForce.com en belooft via een strategische samenwerking met salesforce.com een mooie toekomst tegemoet te gaan.

Koersdoel: € 24,- Opwaarts koerspotentieel: +67%

Ingenieursbureau **Grontmij** is een Europese aanbieder van hoogwaardige diensten voor de sectoren milieu, water, energie, bouw, industrie en transport. Grontmij levert al jarenlang een evenwichtige performance af door een combinatie van autonome groei en acquisities. De gekozen marktpositionering vrijwaart Grontmij in zekere zin van de negatieve invloeden van de recessie. Het orderboek vertoonde in de eerste helft van 2009 dan ook een verdere stijging. Het stevige dividendrendement maakt het aandeel tot een aantrekkelijke defensieve belegging. **Koersdoel: € 24,- Opwaarts koerspotentieel: +31%**

HES Beheer is de houdstermaatschappij van een groep ondernemingen die logistieke diensten aanbieden in havens, met name die van Amsterdam en Rotterdam. Deze diensten betreffen in hoofdzaak de op- en overslag en deels verwerking van een gevarieerd pakket van droge bulkgoederen voor industriële eindgebruikers. De Groep blijkt verrassend weerbaar te zijn tegen de gevolgen van de recessie. De zeer sterke financiële positie waarborgt een voortdurend hoog investeringsniveau, waarmee de basis wordt gelegd voor een vervolg van het fraaie track record van de achterliggende jaren.

Koersdoel: € 25,- Opwaarts koerspotentieel: +27%

Sligro Food Group is een toonaangevende speler in de Nederlandse markt voor voedingmiddelendistributie. De Groep is de nationale marktleider in food services aan instituten als hotels, het leger, ziekenhuizen, etc en een lokale marktpartij in food retail via de formules EMTÉ en Golf, alsmede via een 45%-deelneming in de Nederlandse Spar-organisatie. Sligro is met name in Food Services een dominante speler. Food Retail moet de komende jaren een goed winstgevend tweede pijler van het concern worden.

Koersdoel: € 32,- Opwaarts koerspotentieel: +55%

Opmerking: De vermelde koersdoelen zijn alle in het verleden, de meeste in 2007, reeds gehaald en zijn overigens gebaseerd op onze winsttaxaties voor 2009 en volgende jaren.

Voor de komende twaalf tot achttien maanden verwachten wij dat de wereldeconomie zich beter zal ontwikkelen dan waar de marktconsensus momenteel vanuit gaat. Deze optimistische stellingname is met name gebaseerd op het gevoerde ruime monetaire beleid dat naar onze indruk de komende drie tot zes maanden het bedrijfsleven van voldoende impulsen zal blijven voorzien en aandelen tot de meest aantrekkelijke beleggingscategorie promoveert. Wij houden rekening met een scenario van een voortdurend herstel van aandelenkoersen, ondersteund door analistentaxaties die geleidelijk opwaarts zullen moeten worden bijgesteld. Bijkomende steun wordt gevonden van de zijde van institutionele beleggers die onderbelegd zijn in aandelen en door een heropleving van de activiteit op het gebied van fusies en overnames door de lage geldmarktrente en hoge kasstroom bij bedrijven.

Wanneer een dergelijk scenario bewaarheid wordt, is de portefeuille van het Add Value Fund bij uitstek goed gepositioneerd om te profiteren van de komende rally op de aandelenmarkten. Uitgaande van de huidige samenstelling van de portefeuille en een waardering op basis van de vermelde koersdoelen leidt dit tot een zichtbare intrinsieke waarde van het Add Value Fund van circa € 130,-, ofwel een aantrekkelijk opwaarts koerspotentieel van 58% in de komende periode, exclusief te ontvangen dividendinkomsten.

Wij zijn ons ervan bewust dat bovenvermelde analyse een *best case scenario* beschrijft. Het (altijd) aanwezige neerwaarts risico kan worden benoemd in de vorm van een vooralsnog onveranderd hoge volatility index (VIX) van 24, alsmede door te wijzen op onder meer politieke risico's en, in het bijzonder, het risico van weer stijgende grondstoffenprijzen, die vooraf kunnen gaan aan een periode van hogere inflatie en een weer stijgende rente.

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

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Willem Burgers
Willem Meurer
Karel Vogel
Hilco Wiersma

Amsterdam, 13 oktober 2009