

MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2007

Inleiding

De onrust op de financiële markten lag ten grondslag aan een daling van de intrinsieke waarde van het Add Value Fund in augustus. Voor het eerst werd op maandbasis een teruggang genoteerd, waarbij een deel van de waardestijging over het eerste halfjaar moest worden ingeleverd.

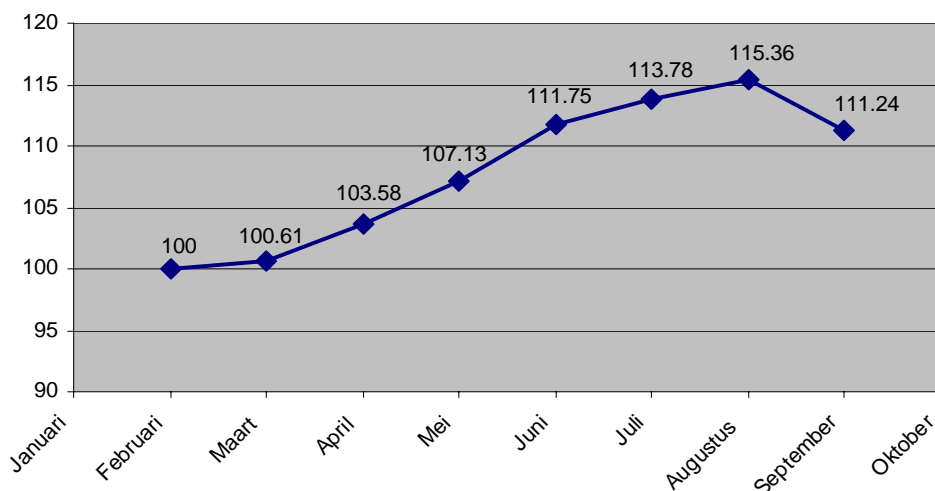
Per maandultimo was voor een bedrag van ruim €44 miljoen belegd in 22 ondernemingen. Per 3 september bedraagt de omvang van het beheerd vermogen circa €46 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum ruim 95% van het vermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 3 september 2007	€ 111,24
Fondsvermogen per 3 september 2007	€ 46.086.662
Aantal uitstaande participaties per 3 september 2007	414.292

De gerealiseerde rendementen vanaf de start van het fonds zijn in het volgende overzicht weergegeven:

Jaar	Februari	Maart	April	Mei	Juni	Juli	Augustus	Cumulatief
2007	0,61%	2,95%	3,43%	4,31%	1,82%	1,39%	-3,57%	11,24%



Ontwikkelingen in de portefeuille

In de verslagmaand werd de algemene risicopremie voor aandelenbeleggingen substantieel verhoogd. De onzekerheid in financiële markten, ingegeven door de sub-prime problematiek in de Verenigde Staten, leidde tot een verkoopgolf in aandelen. Ook de portefeuille van het Add Value Fund werd geconfronteerd met een waardedaling, waarbij met name de meer courante aandelen (midcaps en grotere smallcaps) werden getroffen. De minder goed verhandelbare kleinere smallcaps en microcaps hielden zich naar verhouding beter. Echter, bij

een aanhoudend onzekere stemming is het aannemelijk dat deze laatste categorie een geleidelijke waardecorrectie zal doormaken, waardoor per saldo het koersverlies gemiddeld gelijk zal zijn.

De onrust en onzekerheid vormden voor de beheerder aanleiding de accenten in de portefeuille sterker aan te zetten. Daarbij fungeerde de reeks van halfjaarcijfers die werden gepubliceerd, als leidraad. De overgrote meerderheid van ondernemingen in de portefeuille rapporteerde uitstekende cijfers, maar belangrijker, uitte zich in onomwonden bewoordingen over de vooruitzichten voor de nabije toekomst. Als resultante hiervan werden de volgende mutaties in de portefeuille doorgevoerd.

Het belang in Aalberts Industries werd vrijwel verdubbeld. Over de hele linie rapporteerde Aalberts een krachtige progressie over de eerste zes maanden van 2007. Omzet en nettowinst stegen beide met 23% naar respectievelijk €859 miljoen en €62,7 miljoen. De winst per aandeel zal dit jaar naar onze verwachting €1,30 bedragen, terwijl voor komend jaar wederom een stijging van circa 20% binnen bereik ligt. Het accent van de groei ligt op West-Europa, waarbij Duitsland met Industrial Services sterk groeit, maar vooral op Oost-Europa waar voor de komende jaren een minimale groei van 30% wordt voorzien. In de Verenigde Staten ligt de groei weliswaar lager, maar is desondanks sprake van een gezonde winstgevendheid. Aalberts wil de komende jaren de positie in de Verenigde Staten via winstgevendende overnames verder versterken, hetgeen de risicospreiding binnen het concern ten goede komt. Op basis van een taxatie van de winst per aandeel van €1,50 voor 2008, wordt bij een koers van €17,50 momenteel minder dan 12 maal de verwachte winst voor Aalberts Industries betaald. Voor een onderneming die over de afgelopen 20 jaar gemiddeld 18% per jaar winsttoename heeft gerapporteerd, is dit een uitgesproken lage waardering. De gemiddelde koersdoelen in de markt liggen op koersen tussen €22,- en €24,-. Een opwaarts koerspotentieel van ruim 30% derhalve.

De Detacheringssector is ontegenzeggelijk het sterkst getroffen door de koersdalingen. Omdat wij menen dat de beleggingscases niet of nauwelijks worden beïnvloed door de gevolgen van de kredietcrisis, beschouwen wij de scherpe koersdalingen als een uitgelezen mogelijkheid om de belangen in de sector te vergroten. Bestaande belangen in Brunel en DNC werden uitgebreid, terwijl gefaseerd een positie in USG People werd opgebouwd. USG People is een laat cyclische detacheerder met sterke posities in een aantal nichemarkten in West-Europa. De tweede kwartaalcijfers brachten een verdere verbetering van de brutomarge tot 25,0% (2006: 24,0%). De winst per aandeel exclusief buitengewone resultaten bedroeg €0,62 tegen €0,44 in het tweede kwartaal 2006 (+40%). Niettemin volgde een sterke koersdaling na publicatie van het halfjaarbericht omdat de behaalde omzetstijging van 11,2% achterbleef bij de marktverwachting. In twee maanden tijd daalde de koers van USG met een kleine 40% van €37,50 naar €23,50. Deze derating is onzes inziens zwaar overdreven en levert aldus een fraai aankoopmoment. Wij taxeren een winst per aandeel van €2,20 voor 2007 en van €2,50 voor 2008. Op de huidige koers kennen de aandelen USG People een discount van 20-30% in vergelijking met de peer group.

De belangen in CSM en Stork werden verkocht. De positie in CSM werd met een kleine winst verkocht. In relatieve termen werd echter een goede bijdrage aan de performance geleverd. De koers van CSM bleef goed liggen op het moment dat de totale markt reeds scherp terugviel. Wij besloten om die reden tot verkoop. Na publicatie van teleurstellende halfjaarcijfers geraakte de koers van CSM in een vrije val. Op de huidige koers van rond €24,- noteert de koers circa 12% onder onze verkoopprijs van €27,12. Wij overwegen CSM in een later stadium terug te kopen, omdat het winstperspectief voor 2008 en verdere jaren naar onze mening veelbelovend is. Nadat de strijd om Stork in de voorbije maand steeds verder verhardde, hebben wij aan het einde van augustus besloten ons belang alsnog te verkopen. Het IJslandse Marel bezit thans 43% van de aandelen Stork, waarmee de bieding van €47,- per aandeel van private equity onderneming Candover nagenoeg kansloos is. Omdat overeenstemming tussen de betrokken partijen over een beursexit van Stork niet in zicht lijkt te zijn, is een koersdaling van het inmiddels illiquide aandeel Stork een reële mogelijkheid. Daarom hebben wij besloten onze papieren koerswinst van ruim 20% te verzilveren.

In augustus publiceerden vijftien ondernemingen uit de portefeuille hun halfjaarcijfers. Twaalf hiervan presteerden conform verwachting of beter, terwijl drie deelnemingen een tegenvallend bericht wereldkundig maakten. In de laatste categorie kwam ICT Automatisering met een regelrechte winstwaarschuwing. Als gevolg van tegenvallende orders en hoge personeelskosten bij het onderdeel Embedded werd de prognose voor de jaarwinst 2007 verlaagd van €7,2 miljoen naar €6 miljoen. De onderneming streeft naar een resultatenherstel in 2008, mede gedragen door een bredere focus op met name de Duitse markt. De koersreactie bleef beperkt tot circa €1,- op €13,-. Ook bij de lagere winstverwachting blijft er een gecureerd dividendrendement van ruim 5% op de nu bereikte koers. De resultaten van detacheerder DPA Flex vermochten evenmin te imponeren. Weliswaar werd een omzet- en resultatenherstel geboekt, dit bleef toch achter bij de marktverwachting. Een aanvullende reorganisatie, alsmede een nieuwe operationele directeur moeten bij DPA Flex het tij definitief keren. Tenslotte kon ook het halfjaarresultaat van Telegraaf Media Groep (TMG) beleggers niet tot kopen aanzetten. Door nog geen duidelijkheid te geven omtrent de bestemming van de overliquiditeit die is ontstaan na de verkoop van het belang in SBS Broadcasting en het pakket in Wegener, hebben beleggers te weinig houvast om tot aankoop/uitbreiding van de posities te kunnen besluiten. De traditionele activiteiten van TMG ontwikkelden zich gematigd positief, zij het geenszins spectaculair.

Uitgesproken positief waren de halfjaarcijfers van Unit 4 Agresso (EBITDA voor geheel 2007 verhoogd van minstens +15% naar minstens +20%), Kendrion (nettowinst +21%, met uitzicht op voortgang van de strategische heroriëntatie in de tweede helft van het jaar in de vorm van acquisitie(s) en/of desinvesteringen), Neways (nettowinst +66%, met voor geheel 2007 een substantieel hoger resultaat), HES Beheer (nettowinst +39%, met een goede start van het tweede halfjaar), Brunel (EBIT +55%, jaarprognose verhoogd) en Koninklijke Ten Cate (EBIT +27%, tweede helft wordt gelijke toename voorzien).

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Unit 4 Agresso	8,1%
Nedap	7,8%
Aalberts Industries	7,6%
Exact Holding	7,6%
De Nederlanden Compagnie	5,7%
Kendrion	5,4%
Neways Electronics	5,2%
USG People	4,7%
BAM Groep	4,3%
Wavin	4,1%
Overige 12 ondernemingen	35,4%
Liquiditeiten en overige	4,1%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Onze ervaringen op de bijeenkomsten ter gelegenheid van de publicatie van de halfjaarcijfers, wijzen onveranderd op een gunstige basis voor voortzetting van een hoog winstmomentum. Daarentegen wijst het marktsentiment unaniem op de onzekerheden die voortkomen uit de kredietcrisis. Deze laatste factor lijkt voorsnóg de boventoon te voeren. Wij vermoeden dat de vigerende onzekerheid ertoe zal leiden dat de komende maand het marktbeeld de nodige hectiek zal blijven vertonen. Wij zullen in deze marktomgeving behoedzaam opereren en de accenten in de portefeuille desgewenst verder aanscherpen. Op een termijn van zes à twaalf maanden zijn wij ervan overtuigd dat de krachtige onderliggende omzet- en resultatenontwikkeling van de participaties in onze portefeuille zal worden gereflecteerd in een overeenkomstige stijging van de waarde van het Add Value Fund.

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

6 september 2007