

## MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2007

### Inleiding

In de eerste helft van de verslagmaand zetten de koersdalingen van Nederlandse mid- en smallcaps verder door. Het had er alle schijn van dat diverse vermogensbeheerders vóór het einde van het jaar hun portefeuilles wilden schonen voor slecht presterende aandelen. In de tweede helft van de maand trad een licht technisch herstel op. Per saldo daalde de intrinsieke waarde per participatie met 2,7% tot €96,80 ten opzichte van ultimo november. Per 31 december was voor een bedrag van €40 miljoen belegd in 25 ondernemingen. Per 2 januari 2008 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen €44,5 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 89% van het vermogen is belegd.

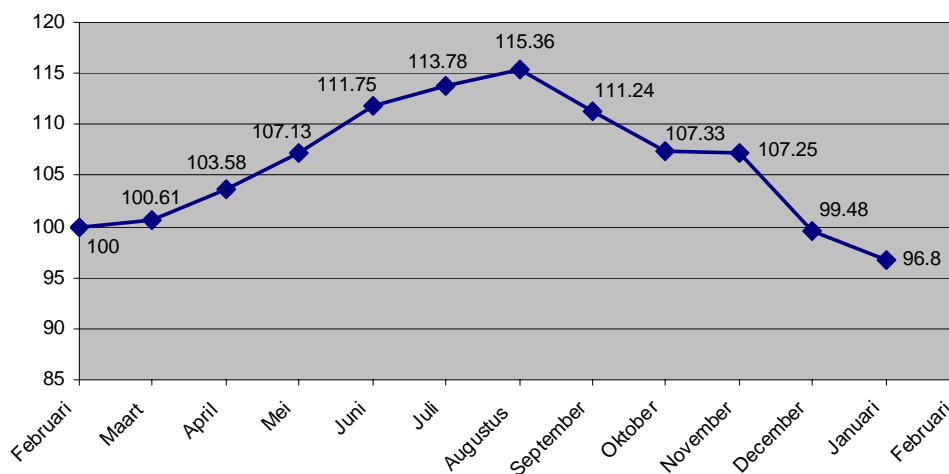
Over geheel 2007 (voor het Add Value Fund is dat de periode 1 februari - 31 december) werd cumulatief een waardedaling van 3,2% gerealiseerd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 2 januari 2008	€96,80
Fondsvermogen per 2 januari 2008	€44.999.610
Aantal uitstaande participaties per 2 januari 2008	464.872

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	December	Cumulatief
2007	0,61%	2,95%	3,43%	4,31%	1,82%	1,39%	-3,57%	-3,51%	-0,01%	-7,24%	-2,70%	-3,20%



### Terugblik

Het afgelopen beursjaar was er één met twee gezichten. Tot en met medio juli werd de aandelenmarkt gekarakteriseerd door een gunstige ondertoon. Met name een sterke onderliggende winstgroei bij veel beursgenoteerde ondernemingen lag ten grondslag aan een goede performance van het Add Value Fund. Medio juli 2007 werd een hoogste koers van € 116,50 genoteerd. Vanaf dat moment volgde een snelle verslechtering van het beursstemming. De uitwassen van de subprime-crisis in de Verenigde Staten bleken over te slaan naar alle segmenten van de internationale financiële markten en een heuse kredietcrisis was geboren. In dit klimaat bleken Nederlandse mid- en smallcaps uiterst gevoelig voor winstnemingen. Winsten die vanaf het voorjaar van 2003 in 4,5 jaar tijd in veel gevallen waren opgelopen tot honderden procenten gecumuleerde vermogensaanwas. Daarbij speelde de stelselmatig depreciërende US dollar de rol van katalisator. Gemeten in US dollars was er alleen al over de laatste twaalf maanden een additioneel rendement van 15%. De combinatie van een omgeslagen beursstemming door kredietcrisiszorgen en een groot potentieel van niet gerealiseerde winsten zorgde vervolgens voor een massaal aanbod in mid- en smallcaps van de zijde van Angelsaksische beleggers. Afgeleide producten, zoals turbo's, droegen in de liquide midcaps, zoals Aalberts Industries, BAM Groep en USG People, bij tot een versnelling van de koersdaling. Dit fenomeen was vooral in de eerste helft van november zichtbaar. Tezelfdertijd was het opvallend dat de signalen vanuit het bedrijfsleven feitelijk onverminderd positief bleven. Toegegeven, er waren incidentele uitzonderingen. Wavin, toeleverancier aan de bouw, moest de prognose van de jaarwinst tot tweemaal toe licht in neerwaartse zin aanpassen. En in dezelfde sector kwam Heijmans tot driemaal toe met een winstwaarschuwing met desastreuze gevolgen voor de beurskoers. Behoudens tegenvallers bij enkele kleinere smallcaps (Kendrion, LBI, Qurius) was de winstontwikkeling overigens in lijn met of zelfs beter dan de marktconsensus aangaf. Het is deze constatering die ons optimistisch stemt ten aanzien van het te verwachten jaarrendement voor 2008.

### De strategie voor het eerste kwartaal 2008

Wij hebben gedurende het laatste kwartaal van 2007 de portefeuillestructuur aangepast aan de nieuwe inzichten met betrekking tot de individuele perspectieven van de ondernemingen in een scenario van afnemende economische groei in 2008/2009. Daarbij hebben wij de volgende selectiecriteria gehanteerd:

- De waardering in relatie tot de (verwachte) winstgroei, ofwel KW/Groei. Wanneer deze factor < 1 noteert, is sprake van een aantrekkelijke beleggingspropositie. Voorbeeld: Aalberts Industries noteert thans circa € 13,-, hetgeen een koers/winst verhouding van ongeveer 9 impliceert (winst per aandeel taxatie 2008: € 1,45) bij een getaxeerde winstgroei 2008 van +15%. Dit leidt tot een KW/Groei indicator van 0,6. Aalberts Industries is momenteel de tweede grootste holding in de portefeuille;
- Er wordt een hogere prioriteit toegekend aan meer liquide beleggingen. Dit betekent dat een sterker accent wordt gelegd op de beleggingen in midcaps en de grotere smallcaps (marktwaarde > € 500 miljoen), hetgeen als consequentie heeft dat de toetredingsdrempel voor kleinere smallcaps en microcaps om tot de selectie van het Add Value Fund te worden toegelaten, wordt verhoogd;
- Het accent op ondernemingen met een relatief hoog en gecureerd dividendrendement wordt verhoogd. In dit kader past de uitbreiding van de belangen in Beter Bed, Exact Holding, ICT Automatisering en Nedap. De dividendinkomsten zullen hoofdzakelijk vanaf medio maart tot medio mei instromen en bedragen bij de huidige inzichten ruim € 1 miljoen (= 2,2% van de portefeuillevaarde);

Het streven is om de bestaande, relatief hoge liquide positie – 11% van de portefeuillevaarde – de komende drie maanden geleidelijk te investeren. De rationale voor deze strategie is deels de constatering dat de snelle, forse koersdaling van de laatste zes maanden de waardering van veel eersteklas aandelen uit de portefeuille heeft

teruggebracht tot uiterst aantrekkelijke, lees: ondergewaardeerde, niveaus. Daarnaast voorzien wij in 2008 weliswaar een vertraging van de economische groei in West-Europa, maar vooralsnog geen stagnatie of recessie. Wij hebben tenslotte vertrouwen in de sterke concurrentiepositie van de ondernemingen in onze portefeuille die veelal toonaangevend in hun marktsegment zijn. Gezien hun doorgaans uitstekende financiële positie zijn zij ook in staat als consolidator in hun bedrijfstak op te treden en tegen aantrekkelijke voorwaarden kleinere marktspelers op te kopen die vervolgens direct bijdragen aan de winst per aandeel.

### Bedrijfsnieuws

In december noteerden wij de volgende opmerkelijke berichten van ondernemingen uit onze portefeuille.

- Twee ondernemingen uit onze portefeuille, **Beter Bed Holding** en **Telegraaf Media Groep (TMG)** grepen de koersdruk in hun aandelen aan om inkoopprogramma's in eigen aandelen te starten. Beter Bed kocht 14.300 aandelen tegen een gemiddelde koers van € 18,16. Dit correspondeert met 5,2% van het totale aangekondigde inkoopprogramma van € 5 miljoen. TMG kocht 259.300 aandelen tegen een gemiddelde koers van € 23,74. TMG heeft toestemming van haar aandeelhouders om maximaal 5 miljoen aandelen in te kopen. Beide acties vormen het bewijs dat de waardering van sommige ondernemingen dermate bescheiden is dat ook de directie van die ondernemingen van mening is dat een inkoop van eigen aandelen feitelijk een betere investering is dan een investering in de bedrijfsactiviteit;
- Software-ontwikkelaar **Unit4 Agresso** oefende de optie uit ter verkrijging van alle aandelen in Amedia Holding. Amedia is marktleider in bedrijfssoftware voor het financiële intermediair. Amedia biedt zijn klanten een totaaloplossing: het ontwikkelt, implementeert en onderhoudt geavanceerde en gebruiksvriendelijke softwarepakketten voor financiële dienstverleners. Het bedrijf is gevestigd in Zoetermeer en telt 130 medewerkers. Over 2006 realiseerde Amedia een winstgevende omzet van circa € 12 miljoen. Amedia werd op 1 augustus 2006 overgenomen door Unit4Agresso en NPM Capital. Bij die overname bestond reeds de intentie dat Amedia op termijn een volledige dochteronderneming zou worden van Unit4Agresso Benelux. Nu Amedia zich volgens verwachting ontwikkelt en uitstekende resultaten boekt, oefent Unit4Agresso met vertrouwen de optie op de 50% aandelen uit die zij nog niet bezit. Tegelijkertijd meldde Amedia de overname van ÉFDÉCÉ Software uit Rijswijk. ÉFDÉCÉ Software is een onafhankelijke producent van hypotheeksoftware. Het is een van de toonaangevende softwarehuizen binnen de hypotheekbranche. Bij intermediairs die gebruik maken van een onafhankelijk hypotheekberekeningsprogramma ligt het marktaandeel ruim boven de 50%. ÉFDÉCÉ telt 28 medewerkers die een omzet van circa € 3 miljoen realiseren. Door het samengaan van de twee organisaties ontstaat een solide, brede en onafhankelijke softwareorganisatie die financieel dienstverleners een ICT-totaaloplossing kan bieden. Wij achten het aandeel Unit4Agresso op de huidige koers van € 19,20 bescheiden gewaardeerd op circa 13 maal de getaxeerde winst 2008 van € 1,45;
- **HES Beheer** (overslag, opslag en bewerking van een gevarieerd pakket droge en natte bulkproducten voor industriële eindgebruikers) verwacht dat het genormaliseerde netto resultaat over 2007 circa 25% hoger zal uitkomen dan in 2006. Dit komt neer op een verwachte winst exclusief bijzondere resultaten van € 11 miljoen (2006: € 8,8 miljoen). De winststijging is vooral toe te schrijven aan een hogere omzet en verbeterde marges. Inclusief eenmalige resultaten van in totaal € 2,5 miljoen verwacht HES Beheer een netto resultaat van circa € 13,5 miljoen te realiseren (2006: € 8,8 miljoen, een stijging van 53,4%). Bij de publicatie van het halfjaarbericht sprak de directie de verwachting uit dat de € 10 miljoen-grens gehaald zou kunnen worden. De genormaliseerde winst per aandeel 2007 bedraagt daarmee € 1,25; inclusief eenmalige resultaten werd € 1,54 per aandeel verdiend. HES Beheer voegt daarmee een succesvol hoofdstuk toe aan een resultatenreeks die vanaf 2002 een scherp opwaartse tendens laat

zien. Wij hanteren een koersdoel van € 30,-, waarmee de aandelen op circa 15 maal de getaxeerde winst 2009 worden gewaardeerd;

- De joint venture van **BAM PPP** (publiek-private participatiemaatschappij) en het investeringsfonds DIF (Dutch Infrastructure Fund) is per 10 december 2007 opgericht en heeft vier operationele projecten van BAM PPP verworven. BAM PPP houdt thans een belang van 75% in de nieuwe onderneming, maar beide partijen streven naar gelijkwaardige belangen tegen eind 2009. Door de huidige verkoop van 25% in de nieuwe onderneming realiseert BAM een boekwinst van circa € 12,5 miljoen. Hiermee was reeds rekening gehouden bij de nettowinstverwachting voor 2007 van ten minste € 310 miljoen die BAM publiceerde op 29 november jl. De transactie past in de lange termijnstrategie van BAM Groep om de waarde van de pps-portfolio te gelde te maken. De zo vrijkomende middelen worden aangewend om het actieve beleid en toenemend aantal biedingen van BAM PPP te ondersteunen. De joint venture met DIF markeert het begin van dit desinvesteringsprogramma en biedt BAM een uitgelezen mogelijkheid om samen te werken met een actieve speler in de beleggingsmarkt. Overigens ligt de orderingang van BAM op een ongekend hoog niveau. Alleen al in december werd een drietal majeure orders verworven. HBG UK Ltd heeft opdrachten verworven voor drie bouwprojecten in Bristol, Torquay en Newport met een gezamenlijke waarde van circa € 110 miljoen. Tevens wordt bij Solihull gestart met de ontwikkeling van circa 16.000 m<sup>2</sup> kantoorruimte. Wayss & Freytag Ingenieurbau – de Duitse tunnelspecialist van de groep – heeft in combinatie met Held & Francke en Habau de opdracht verworven voor de aanleg van de circa 1,7 kilometer lange Hengsbergtunnel bij Koralm. De tunnel maakt deel uit van het nieuwe HSL-traject tussen Graz en Klagenfurt in Oostenrijk. De opdracht omvat tevens de aanleg van drie vluchtschachten, zes kilometer dijklichaam voor de spoorbaan en omvangrijke waterbouwkundige maatregelen. Ways & Freytag Ingenieurbau is penvoerder. De totale opdrachtsom bedraagt circa € 75 miljoen. Van Oord Groep (21% deelneming van BAM) verkreeg tezamen met Boskalis de prestigieuze opdracht voor de aanleg van de eerste fase van de Maasvlakte 2. Tussen 2008 en 2013 wordt dit deel uitgevoerd. Het omvat de aanleg van een zeewering, de eerste haventerreinen, 2,5 kilometer havenkade en de wegen en spoorwegen die nodig zijn om Maasvlakte 2 te ontsluiten. Met het contract is in totaal ongeveer € 1 miljard gemoeid. Het aandeel van Van Oord bedraagt 50%. Het moge duidelijk zijn dat met name het middellange termijn perspectief van een belegging in BAM Groep zeer kansrijk is, nu de instroom van grote, kennisintensieve projecten met een langjarige uitvoeringsduur sterk toeneemt. De huidige beurskoers van € 14,50 reflecteert dit interessante perspectief onzes inziens op geen enkele wijze. Met andere analisten schatten wij de onderwaardering op circa 50%. Koersdoel € 22,-;
- Digital Marketing Agency **LBI International** verlaagde de winstverwachting voor 2007. De voornaamste oorzaak voor de neerwaartse bijstelling is een tegenvallende gang van zaken bij de Nederlandse werkmaatschappij LBI Lost Boys. Onder leiding van directielid Theo Cordesius wordt in het vierde kwartaal een reorganisatie uitgevoerd, waarvoor ten laste van het resultaat een niet nader gekwantificeerde voorziening is getroffen. Voor geheel 2007 voorziet LBI nu een bescheiden omzetgroei en een lagere EBIT-marge. Inclusief de getroffen voorziening zal LBI wel winstgevend opereren, aldus de persmededeling. Tevens wordt het vierde kwartaalresultaat gedrukt door eenmalige kosten voor het rebrandingsproces, het verbeteren van het financiële rapportagesysteem, alsmede het 'Digital Dashboard' – het geïntegreerde systeem ten behoeve van de optimalisering van de marketingstrategie van de grote internationale klanten. Daarnaast meldde LBI een tweetal acquisities. In Nederland werd Satama Nederland overgenomen van het Finse Satama Interactive Oyj. Naast Lost Boys is Satama NL een van de toonaangevende digitale agencies op de Nederlandse markt. De combinatie is marktleider, hetgeen LBI op termijn een concurrentievoordeel moet opleveren. Tot het klantenbestand van Satama behoren onder andere KPN, Vodafone, UPC, SanDisk, ING, Nationale Postcode Loterij, Skoda en Audi. Satama heeft het afgelopen jaar met circa 60 medewerkers een verwachte omzet van ongeveer € 7 miljoen gerealiseerd en is winstgevend. In Duitsland werd Iven & Hillmann (Verwaltungs) GmbH

(I&H) overgenomen, een digital service agency dat is gespecialiseerd in Search Engine Marketing (SEM) en aanverwante marketingadviezen. Met circa 22 medewerkers realiseerde het in Berlijn gevestigde I&H in 2007 naar verwachting een omzet van ruim € 11 miljoen. De door LBI te betalen koopprijs zal worden bepaald in de vorm van een earn-out regeling. De overname zal direct bijdragen aan de winst per aandeel van LBI. Het aandeel LBI International heeft teleurstellend gepresteerd in 2007. Met name de door de onderneming geuite verwachtingen voor 2007 bleken te zijn gestoeld op irrealistische aannames. Inmiddels lijkt het management goed te zijn doordrongen van de noodzaak om op zorgvuldige wijze extern te communiceren. Vanaf 2008 zullen bovendien de bovenvermelde aanloopinvesteringen niet terugkeren, hetgeen de winstgevendheid een additionele impuls moet kunnen geven. De huidige gedecimeerde beurskoers van € 3,30 komt vrijwel overeen met de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel.

#### Portefeuillemutaties in december

Conform de hiervoor geformuleerde strategie verhoogden wij het belang in Beter Bed, waartegen wij een deel van de positie in Telegraaf Media Groep verkochten. Voorts breidden wij het belang in BAM Groep enigszins uit en kochten wij de op hogere koersen verkochte aandelen in software-ontwikkelaars Exact Holding en Unit4Agresso (deels) terug. Tenslotte werden de aankoopprogramma's in Draka Holding, ICT Automatisering en TKH Groep voortgezet.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 januari 2008 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Nedap	8,2%
Aalberts Industries	6,0%
Unit 4 Agresso	5,9%
De Nederlanden Compagnie	5,7%
USG People	5,0%
Exact Holding	4,9%
Kendrion	4,8%
Neways Electronics	4,5%
Crucell	4,4%
HES Beheer	4,3%
Overige 15 ondernemingen	34,9%
Liquiditeiten en overige	11,4%
Totaal	100,0%

#### Vooruitzichten

Naar verwachting zal het eerste kwartaal van 2008 nog worden gedomineerd door een hoge koersvolatiliteit. De onzekerheid samenhangend met de kredietcrisis en de vrees voor een recessie in de Verenigde Staten zullen

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

beleggers voorlopig terughoudend laten opereren. Niettemin zijn wij van mening dat veel van de ondernemingen uit onze portefeuille inmiddels de status van 'oversold' ruimschoots toekomt en uit dien hoofde menen wij dat het neerwaarts koersrisico op middellange termijn als beperkt mag worden gekenschetst. Wij streven ernaar op de huidige aantrekkelijke koersniveaus bestaande belangen geleidelijk uit te breiden, zodat wij medio maart, voorafgaand aan het seizoen van jaarvergaderingen en dividendbetalingen, een nagenoeg volbelegde portefeuille kunnen presenteren. Een normaal technisch koersherstel zou later dit jaar tot ten minste 10-15% hogere waarderingen moeten leiden.

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

8 januari 2008