

## MAANDBERICHT OVER JANUARI 2008

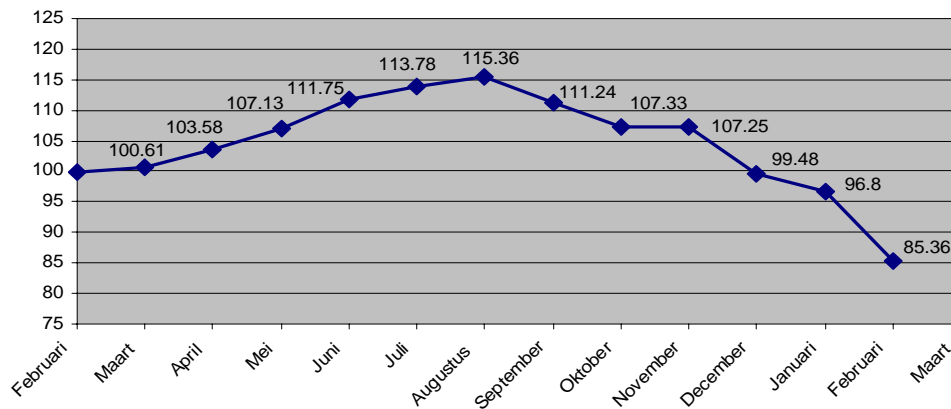
### Inleiding

De start van het nieuwe jaar stond in het teken van de versnelde afbouw van aandelenposities als gevolg van de toenemende zorgen over de gevolgen van de kredietcrisis. Medio januari escaleerde deze ontwikkeling, waarbij de ontdekking van een fraudezaak bij Société Generale als katalisator diende. Een dubbele renteverlaging in de Verenigde Staten zorgde nadien voor een schoksgewijs herstel, waarvan ook de Nederlandse small- en midcapsector kon profiteren. Werd in de derde week van januari tussentijds een laagste intrinsieke waarde van € 77,68 genoteerd, het hierna intredende herstel leidde tot een slotstand van € 85,36 ultimo januari. Deze koers impliceert een daling van 11,8% ten opzichte van de ultimokoers van 2007 van € 96,80. Per 31 januari was voor een bedrag van € 37,8 miljoen geïnvesteerd in 24 ondernemingen. Per 1 februari bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 40,5 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 92,3% van het vermogen is belegd. De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie per 1 februari 2008	€ 85,36
Fondsvermogen per 1 februari 2008	€ 40.542.720
Aantal uitstaande participaties per 1 februari 2008	474.962

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

Jaar	Jan.	Febr.	Maart	April	Mei	Juni	Juli	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Cum.
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%
2008	-11,82%												-11,82%



### Mutaties in de portefeuille

In de verslagmaand werd de portefeuille verder gestroomlijnd teneinde optimaal te kunnen profiteren van een verwacht (technisch) koersherstel later dit jaar. In dit kader werd de positie in HES Beheer verkleind, waardoor een gedeelte van de ruime koerswinst werd verzilverd. De belangen in BinckBank, Kendrion en Telegraaf Media Groep (TMG) werden verkocht. De positie in BinckBank was een restpositie die met gering verlies is afgebouwd. Wij besloten tot verkoop van het belang in Kendrion omdat de onderneming enerzijds sterker dan gemiddeld conjunctuurgevoelig is en anderzijds omdat de uitrol van het business model in 2008 wederom enige haperingen zou kunnen vertonen. Tenslotte is de beperkte handelbaarheid een minpunt. Ook het belang in TMG werd met

een klein verlies verkocht. Het aandeel wist relatief een uitstekende performance te realiseren, maar ziet zich daarnaast geconfronteerd met de problematiek van een mogelijk gedwongen aankoop van een minderheidsbelang in de Duitse betaaltelevisiezender ProSiebenSat1. De (genoteerde) preferente aandelen van ProSiebenSat1 zijn in januari substantieel in waarde gedaald en zodoende ruim beneden de waarde beland waartegen TMG het belang in (stemgerechtigde) aandelen van private equity investeerder KKR mogelijk zou moeten overnemen per augustus 2008. Indien KKR van haar put-recht gebruik maakt, zou dit aanleiding kunnen zijn voor het nemen van een boekverlies door TMG.

Als nieuwe namen verschenen in de portefeuille Eriks en Imtech. Beide ondernemingen publiceerden uitstekende cijfers over 2007 en uitten zich bovendien in positieve termen over de vooruitzichten voor 2008. De bestaande belangen in met name BAM Groep, Macintosh Retail Group, Ordina en TKH Group werden belangrijk uitgebreid. De posities in Crucell en LBI International werden enigszins gereduceerd.

### Visie

De snelheid waarmee de koersen van Nederlandse small- en midcap aandelen de laatste zes maanden zijn afgekomen, kent zijn gelijke niet in de recente geschiedenis. Hier volgt een overzicht van de afwaarderingen van de 24 ondernemingen uit de portefeuille van het Add Value Fund.

Naam onderneming	Hoogste koers 2007 (in €)	Laagste koers januari 2008 (in €)	%-verandering
Aalberts Industries	21,95	9,85	-55
BAM Groep	23,30	10,08	-57
Beter Bed	28,50	11,58	-59
Brunel	26,97	12,81	-53
Crucell	22,45	8,19	-64
DNC	12,95	9,50	-27
DPA	10,75	5,19	-52
Draka	42,20	15,70	-63
Exact Holding	31,45	24,50	-22
Eriks	69,10	34,98	-49
HES Beheer	22,95	19,20	-16
ICT Automatisering	15,89	8,55	-46
Imtech	23,49	10,34	-56
LBI International	6,23	2,81	-55
Macintosh Retail Group	35,30	15,67	-56
Nedap	38,35	26,66	-30
Neways	15,50	8,35	-46
Nyloplast	27,48	22,00	-20
Ordina	18,41	7,45	-60
Pan European Hotels	7,60	6,84	-10
TKH Group	23,50	10,30	-56
Unit 4 Agresso	23,24	12,60	-46
USG People	37,40	12,28	-67
Wavin	19,18	6,30	-67
<i>Gemiddeld</i>			<i>-47</i>
<i>Add Value Fund</i>	<i>116,50</i>	<i>77,68</i>	<i>-33</i>

De hier gepresenteerde afwaarderingen zijn verklaarbaar uit de sentimentsomslag die voortkomt uit de kredietcrisis. De vooruitzichten voor economische groei worden in recordtempo neerwaarts aangepast. Binnen enkele maanden is de marktconsensus ten aanzien van de verwachte GDP-groei in West-Europa ruwweg gehalveerd van 2,5-3% naar hooguit 1,5% "en vermoedelijk minder". Het is aannemelijk dat de analistentaxaties van de winst per aandeel 2008 en volgende jaren van de bovenvermelde ondernemingen met enige vertraging zullen worden aangepast aan de nieuwe inzichten. Het risico van overdrijving en irrealistische aannames lijkt hierbij aanwezig, wanneer de nu bereikte *oversold* koersniveaus worden gebruikt om daar een corresponderende winst bij te bedenken. Dat de soep niet zo heet zal worden gegeten als opgediend, komt door de dynamiek van zowel de macro-economie als van de betreffende ondernemingen. Deze is namelijk dusdanig, dat het vermogen van ondernemingen om zwaar weer te weerstaan inmiddels zo sterk is dat een kortstondige recessie de bedrijfswinsten niet noemenswaardig onder druk zal zetten. In de huidige correctiefase hebben wij de portefeuillestructuur aangepast aan onze nieuwe inzichten. Wij selecteren met name de best presterende ondernemingen uit het beleggingsuniversum die zich onderscheiden op:

- Operational excellence
- Financiële kracht
- Bovengemiddelde groei – vertaalt zich in vergroting marktaandeel

Vervolgens relateren wij deze kwaliteiten aan de afgeprijsde koersen van dit moment.

Deze analyse leidt tot een verschuiving van de accenten die wij in de portefeuille willen aanbrengen. Er ontstaat een grotere voorkeur voor:

- Ondernemingen met een grote *earnings visibility*. Denk aan **BAM** en **Imtech** die een groot deel van de omzet in 2008 en 2009 al binnen hebben uit hoofde van langjarige projecten, waaronder ook een conjunctuurongevoelige onderhoudsportefeuille. Het betreft ook softwareontwikkelaars **Exact Holding** en **Unit 4 Agresso** die een businessmodel hebben waar een belangrijke rol is weggelegd voor *recurring* licentie-inkomsten. De winsttaxaties 2008 en 2009 zullen nauwelijks neerwaarts aangepast behoeven te worden als gevolg van de toegenomen risico's van een economische groeivertraging;
- Ondernemingen waarvan de *schaalomvang* de laatste vier jaar zodanig is toegenomen dat het weerstandsvermogen om een (tijdelijke) economische teruggang het hoofd te bieden, aanzienlijk is gestegen. Voorbeeld: **Aalberts Industries** heeft over deze periode de cashflow zien verdubbelen, heeft de afgelopen drie jaar elk jaar beduidend méér geïnvesteerd dan het bedrag aan afschrijvingen toeliet (dit duidt op een expansief beleid) en kan, door het tijdelijk beperken van het investeringstempo, eenvoudig een aantrekkelijke winststijging presenteren. Het track record van Aalberts staat dan ook niet ter discussie. De afgelopen tien jaar steeg de winst per aandeel gemiddeld 18% per jaar, de K/W verhouding 2008 bedraagt thans minder dan 8. Ander voorbeeld: **Neways**, dat door structurele verbeteringen in het businessmodel een veel grotere stabiliteit in de resultatenontwikkeling heeft gebracht, wat op de huidige koers van € 11,50 niet door de markt wordt gehonoreerd. De Price Earnings to Growth ratio (PEG) bedraagt 0,35. Dit geldt ook voor **TKH Group**, dat als één der weinigen in 2008 een winstversnelling zal kunnen gaan tonen;
- Ondernemingen die in staat zijn om structureel een *hoog contant dividend* uit te keren. Dit dividendrendement kan worden afgezet tegen het huidige 3-maands Euribor tarief van circa 4,25%. Een aantal ondernemingen uit onze portefeuille zal in maart-mei een contante dividendumuitkering doen die substantieel hoger is dan voornoemd rentetarief. Onze grootste holding, **Nedap**, keert traditioneel 80-90% van de jaarwinst uit, hetgeen over 2007 naar verwachting zal neerkomen op een cash dividend van € 1,90 per aandeel. Bij de huidige beurskoers van € 30,- betekent dit een dividendrendement van 6,3%. Omdat over 2008 vermoedelijk een dividend van € 2,15 (+15%) zal worden uitgekeerd, kan worden berekend dat de komende 16 maanden de dividendflow € 4,05 per aandeel zal bedragen. Op jaarbasis

komt het rendement op de belegging in Nedap daarmee uit op 10,1%. Andere gulle dividendbetalers zijn **Exact Holding** (100% pay out), **Beter Bed** en **Wavin** (beiden meer dan 8% dividendrendement) en vermoedelijk ook **Brunel** met een 100% pay out van de winst over 2007.

Daarnaast is de kans op biedingen van de zijde van private capital aanzienlijk toegenomen. Voorbeelden: Het recente bod van Gilde op Econosto van € 7,25 per aandeel, premie: 38%. Op **Exact Holding** loopt momenteel een *beauty contest* tussen naar verluidt zes private equity partijen. Een fair value van een bod zou naar onze mening ten minste €33,- per aandeel dienen te zijn, een premie van 32% ten opzichte van de huidige koers.

Andere kandidaten uit onze portefeuille:

- **Wavin:** CVC bracht Wavin twee jaar geleden naar de beurs tegen een koers van € 11,-. De koers is nu 27%(!) lager dan deze introductiekoers. Wavin (zie bovenstaand overzicht) is de sterkste daler vanaf de hoogste koers van 2007. CVC (of een andere private equity speler) zou kunnen overwegen Wavin weer van de beurs te halen, wat gezien de beschikbare middelen van die kant niet tot problemen zal leiden;
- **Beter Bed:** Nesbic deed in 2001 al eens een bieding van € 16,- per aandeel toen het aandeel ter beurze € 12,- noteerde. Destijds hielden grootaandeelhouders deze bieding tegen. Zeven jaar later is Beter Bed een veel winstgevender onderneming dan toentertijd, dus de argumenten om nu met een knock out bieding te komen, lijken nog pregnanter te zijn;
- **Crucell:** Partner DSM zal watertandend de scherpe koersdaling van de inmiddels cashflow-positieve onderneming volgen;
- **Brunel** en **USG People** zijn kandidaat om in de consolidatieslag in de flexibele arbeidsector, in navolging van Vedior, te worden verzwolgen door de grotere marktspelers (Adecco, Manpower) die reeds hebben aangegeven hun aanwezigheid in de meer specialistische marktniches te willen vergroten. Gezien de scherpe koersdalingen van het laatste halfjaar, moet een premie minimaal 50% bedragen om de zittende aandeelhouders tot verkopen te bewegen;
- In de sector Software-ontwikkeling geldt eenzelfde ontwikkeling. Op de gereduceerde koersen zijn **ICT Automatisering** en **Ordina** geheide (en spotgoedkope) overnamekandidaten;
- Het zich als toonaangevende digitale marketing agency profilerende **LBI International** heeft een operationeel tegenvallend 2007 achter de rug, maar beweegt zich wel in een marktsegment waar grote waarde wordt toegekend aan schaalomvang en onderscheidend vermogen. De beurskoers van € 3,60 ligt slechts fractioneel boven de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel, hetgeen als een merkwaardige dissonant kan worden geduid;
- In maart 2003 bracht Dik Wessels een bieding van € 21,- uit op de bouwgroep Volker Wessels Stevin nadat de beurskoers van het aandeel was gedaald naar een niveau van € 12,50 – 13,-. Een half jaar later, toen de koersen marktbreed waren hersteld, werd hem dat – onder meer door de VEB - kwalijk genomen. Vijf jaar later doet eenzelfde situatie zich voor bij **BAM Groep**. Een eenvoudige sum-of-the-parts analyse leidt tot de conclusie dat een aandeel BAM Groep minimaal € 22,- per aandeel behoort te noteren, terwijl de realiteit van dit moment hooguit 60% van deze waarde aangeeft. Gezien de ijzersterke orderpositie van BAM lijkt het wachten op een innovatieve en energieke investeerder die BAM uit zijn beurslijden bevrijdt. In de slipstream van een dergelijke bieding zullen de koersen van de fundamenteel minder aantrekkelijke, maar ook ondergewaardeerde *peers* Ballast Nedam en Heijmans een belangrijk koersherstel vertonen.

Nader inzicht in recente beursdaling

De Nederlandse small- en midcapmarkt is recent voor de vijfde maal in tien jaar tijd in een krach beland. Uit bijgaande grafiek volgt de definitie van een krach als zijnde een zodanige daling van de markt dat van een sterke *oversold* situatie sprake is. De eerste vier keer waren:

1. In 1998: de Roebelcrisis in combinatie met de deconfiture van LTCM (Long Term Capital Management), het hedgefonds dat het internationale financiële stelsel op haar grondvesten deed schudden;
2. In 2001: na 9/11;
3. In 2002: de weerslag van het knappen van de internet-bubble;
4. In 2003: de aanloop naar de inval van de Verenigde Staten in Irak.



Met uitzondering van (3) was de aanleiding tot een kortstondige crisis telkens een incident. De problematiek van de huidige kredietcrisis heeft een structurele oorzaak, namelijk de door het bank- en kredietwezen gecreëerde onbalans tussen aangehouden reserves enerzijds en uitgezette kredieten anderzijds. Het herstellen van deze onbalans zal de financiële markten naar verwachting in 2008 in haar greep houden. Gedurende het jaar zal de aandelenmarkt een hectisch beeld vertonen. De zeer scherpe koersdaling van de eerste weken van januari zal vermoedelijk worden gevolgd door een stevig technisch herstel in de komende periode. Dat is namelijk de les uit eerdere *oversold* periodes. De markt is nu op zoek naar een nieuw evenwicht; vanaf het moment dat de gedwongen verkopen uit hoofde van margin calls en redemptions door de markt zijn opgenomen, is de situatie van overaanbod van stukken voorbij. Er volgt dan een 'relieve' rally die doorgaans al gauw de helft van het eerder geleden verlies weer goedmaakt. De perspectieven voor een verdergaand herstel van onze favoriete Nederlandse small- en midcapselectie lijken daarbij veelbelovend. Immers:

- De koerscorrectie van de small- en midcaps heeft feitelijk al in september/oktober 2007 plaatsgevonden. Toen verkochten met name Angelsaksische beleggers en masse hun Nederlandse small- en midcapbeleggingen, deels om hun valutawinst veilig te stellen, deels om actief een assetallocatiewijziging door te voeren en deels om te voorzien in een liquiditeitsbehoefte vanwege (de dreiging van) redemptions. De correctie in januari 2008 kan worden aangemerkt als een voortzetting van deze eerdere correctie, die echter uit fundamenteel oogpunt het karakter van overdrijving doet vermoeden;
- In het geval van enkele midcaps (Aalberts, BAM, Imtech, USG People en Wavin) is de koers, sterker dan mocht worden verwacht uit hoofde van een normale verkoopdruk, neerwaarts gestuurd door het zogenaamd ontstoppen van turbo's. Dit effect zal vermoedelijk de rest van dit jaar niet in deze mate koersdrukkend werken;
- Vanaf maart zullen de ondernemingen uit onze portefeuille gedetailleerd ingaan op de gang van zaken en de perspectieven voor 2008 en verder. Dan zal zonneklaar blijken dat de status van deze ondernemingen (veel) hogere koersen rechtvaardigt.

Wij zijn van mening dat de fair value van onze portefeuille minimaal 20% hoger is dan de waarde die daar momenteel aan wordt toegekend door de beurs. Dit is overigens geen garantie dat de koersen op korte termijn niet nog verder zouden kunnen dalen. Wel is het zo dat naar onze huidige inzichten het opwaarts koerspotentieel aanmerkelijk hoger is dan het neerwaarts koersrisico.

#### Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Nedap	8,4%
Exact Holding	7,1%
Aalberts Industries	6,8%
Unit 4 Agresso	5,9%
De Nederlanden Compagnie	5,7%
Neways Electronics	5,1%
BAM Groep	4,9%
USG People	4,4%
TKH Groep	4,4%
Macintosh Retail Group	4,2%
Overige 14 ondernemingen	35,4%
Liquiditeiten en overige	7,7%
Totaal	100,0%

#### Vooruitzichten

Naar verwachting zal het eerste kwartaal van 2008 worden gedomineerd door een aanhoudend hoge koersvolatiliteit. De onzekerheid samenhangend met de kredietcrisis en de vrees voor een recessie in de Verenigde Staten zullen beleggers voorlopig terughoudend laten opereren. De portefeuille van het Add Value Fund lijkt niettemin goed te zijn gepositioneerd om optimaal te kunnen profiteren van een aanstaand koersherstel.

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

Daarnaast kunnen biedingen op ondernemingen uit onze portefeuille in individuele gevallen leiden tot aanvullend rendement. Al met al zijn wij van mening dat bij de huidige lage waarderingen de opwaartse kansen het neerwaartse koersrisico in ruime mate overtreffen.

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 februari 2008