

MAANDBERICHT OVER JUNI 2007

Inleiding

De maand juni bracht een vervolg van de stijgende tendens van het Add Value Fund. Per maandultimo was voor een bedrag van ruim €43 miljoen belegd in 24 ondernemingen. Per 2 juli bedraagt de omvang van het beheerd vermogen bijna €45 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 96,6% van het vermogen is belegd.

De intrinsieke waarde per participatie bedraagt per 2 juli €113,78 (1 juni: €111,75).

Per 2 juli bedraagt het fondsvermogen €44.960.193 en staan 395.145 participaties uit.

Ontwikkelingen in de portefeuille

De positieve ontwikkelingen overheersten in juni.

Wij verkochten de positie in Imtech. In vier maanden tijd werd onze doelkoers van €67,- bereikt, hetgeen aanleiding was de boekwinst van ruim 28% veilig te stellen. Wij zijn van mening dat de perspectieven van Imtech onveranderd gunstig zijn, maar menen dat de waardering inmiddels de verbeterde gang van zaken voldoende weerspiegelt. Dit betekent dat wij geenszins uitsluiten dat het aandeel Imtech later in het jaar weer in de portefeuille zal worden opgenomen.

Een dergelijke strategie hebben wij reeds toegepast bij Draka Holding. In april realiseerden wij een aantrekkelijke koerswinst, maar een maand later besloten wij toch weer een positie in te nemen, toen uit een analyse naar voren kwam dat het potentieel van winstherstel veel groter was dan wij aanvankelijk vermoedden. Eind juni bevestigde Draka deze visie met een *trading statement* waarin de gang van zaken aanzienlijk beter bleek te zijn dan de marktconsensus aangaf. Wij hebben na publicatie van dit bericht onze positie in Draka enigszins gereduceerd, waarmee wij binnen één maand een koerswinst van 26% realiseerden.

Het aandeel Nedap werd gepromoveerd tot tweede grootste holding in de portefeuille. Deze kennisintensieve onderneming groeit als kool. De opbrengsten over 2006 lieten een fraaie 14% autonome stijging zien en kwamen uit op €138,5 miljoen (2005: €121,4 miljoen). De toegevoegde waarde van de opbrengsten bleef met 63% gelijk aan 2005. De uit de hogere opbrengsten voortvloeiende toegevoegde waarde was meer dan voldoende om de 12% hogere bedrijfslasten op te vangen. Per saldo kon de bedrijfswinst met 34% stijgen tot €17,5 miljoen. De winst per aandeel steeg dienovereenkomstig van €1,28 naar €1,84. Nedap verhoogde het contante dividend van €1,15 naar €1,65 per aandeel (+43%), hetgeen een stabilisering van de pay out impliceerde iets onder 90%. In een tussentijds bericht bevestigde de directie de goede voortgang in de eerste vier maanden van het lopende jaar. De meeste marktgroepen realiseerden over deze periode een hogere omzet dan in het vergelijkbare tijdvak van vorig jaar. De omzet ontwikkelde zich zelfs beter dan intern werd verwacht. Door het tijdig inspelen op nieuwe marktmogelijkheden, een groeiende verkoopkracht en continue aandacht voor onderscheidend vermogen ziet de directie vooralsnog geen belemmeringen die de voortgang van de lange termijn groei kunnen frustreren. Wij vertalen de gunstige gang van zaken bij Nedap in een verwachte winst per aandeel van €2,20 (+20%), waaruit bij een pay out van 90% een contant dividend van €1,98 zal kunnen worden betaald. Bij een recente koers van €35,50 wordt aldus ruim 16 maal de getaxeerde winst voor dit jaar betaald en komt het dividendrendement op een attractieve 5,6%.

Een nog hoger dividendrendement wordt ook behaald op onze grootste belegging, software-ontwikkelaar Exact Holding. Wij gaan voor het lopende jaar uit van een – grotendeels – autonome winststijging van circa 15%. De

motor achter deze groei is de uitrol van Exact e-synergy, de volledig in middelgrote organisaties geïntegreerde ERP-oplossing. Over 2006 rapporteerde Exact een omzetstijging van 52% voor e-synergy tot een niveau van €26 miljoen. De komende jaren moet deze omzet groeien in de richting van €65-75 miljoen. Daarmee komt Exact al een heel eind in de richting van het geformuleerde omzetdoel van €300 miljoen waarop een EBIT van 20% moet worden behaald (2006 omzet: €242 miljoen; EBIT: 19%). Wij betwijfelen of Exact door middel van acquisities in staat zal zijn om sneller deze doelstellingen te realiseren, mede omdat het management zeer kritisch staat ten opzichte van de voorwaarden die worden verbonden aan nieuwe aanwinsten. Bestuursvoorzitter Raj Patel heeft een groot vertrouwen in de organische groeipotentie van e-synergy en legt om deze reden een lagere prioriteit bij groei door acquisities. Bij een winst per aandeel van €1,65 wordt bij een koers van €24,70 thans 14,5 maal de verwachte winst 2007 voor aandelen Exact Holding betaald en bedraagt het dividendrendement bij een onveranderde 100% pay out ruim 6,8%. Voorwaar een mooie defensieve belegging.

De sterkste koersstijging in juni was weggelegd voor Stork. De verrassende bieding van private equity investeerder Candover van €47,- per aandeel zorgde voor een koersstijging van ruim 15%. Daarmee lijkt de biedingsstrijd rond het Naardense conglomeraat eerst goed op gang te zijn gekomen. Nadien vergrootte de IJslaanse grootaandeelhouder Marel namelijk haar belang in Stork van 11% naar bijna 17% in een poging deze bieding te verijdelen. Marel is primair geïnteresseerd in de divisie Food Systems van Stork en ziet niets in een beurs-exit van de onderneming. Wij handhaven onze mening dat Stork op eigen kracht de komende twee jaar een aantrekkelijke winst- en koersstijging moet kunnen realiseren. Wij zijn derhalve niet voornemens in te gaan op de bieding van Candover.

Elders in de portefeuille vergrootten wij het belang in BAM Groep, onder het gelijktijdig reduceren van de positie in Ballast Nedam. Wij achten het opwaarts koerspotentieel van BAM de komende twee jaar groter dan dat van Ballast Nedam, onder meer op grond van het herstel van de Duitse markt, in welk segment BAM compensabele verliezen ter grootte van ruim €1 miljard in de boeken heeft staan.

De belangen in Aalberts Industries en Royal Ten Cate werden licht uitgebreid, nadat de koersen van beide ondernemingen circa 7-8% waren teruggezakt onder de eerder geregistreerde topniveau's.

De positie in Océ werd verkocht. Wij achten het opwaarts koerspotentieel voorlopig beperkt. Pas in de tweede helft van dit jaar mag een merkbare versnelling van de omzet- en winstgroei tegemoet worden gezien, tot die tijd is de koers van Océ gevoelig voor winstnemingen.

Als nieuwe namen verschenen BinckBank en InnoConcepts in portefeuille. De koers van BinckBank beweegt zich al ruim een jaar rond €14,-. Zowel op grond van winstmomentum, buitenlandse expansie (België, Frankrijk) en een substantieel lagere waardering dan de *peer group*, achten wij BinckBank een aantrekkelijke belegging. Wij hanteren een doelkoers van €19,- voor de komende 12-18 maanden.

InnoConcepts is de houdstermaatschappij van I-Pac Technologies (100%-belang) en Proventec (39%-belang). Het accent ligt de komende jaren structureel op de uitbouw van I-Pac Technologies. De commerciële mogelijkheden van de revolutionaire spuitgiettechnologie van I-Pac Technologies bevinden zich momenteel nog in een vroeg stadium. Het aantal licentienemers (Schoeller Arca Systems, Campina, International Automotive Components Group (IAC) Europe, HTP Tooling) groeit echter snel, alsmede de toepassingsmogelijkheden van de technologie op andere materialen dan polypropyleen. Wij menen dat het volledige potentieel van InnoConcepts (lees: I-Pac Technologies) eerst over anderhalf à twee jaar kan worden vastgesteld. De huidige koers van €16,- vormt onzes inziens slechts een flauwe afspiegeling van dit potentieel.

Wij participeerden tenslotte in de onderhandse uitgifte van aandelen Qurius (installatie van Microsoft Dynamics-toepassingen) op een koers van €1,20. Daarmee werd de gemiddelde aankoopkoers van het totale pakket teruggebracht tot €1,44. Begin dit jaar steeg de koers van Qurius in recordtijd tot een topniveau van ruim €1,80 – dat was een verdubbeling van de koers per ultimo november 2006 – na de effectuering van de fusie met

branchegenoot Watermark. Wij menen met Qurius een potentieel zeer aantrekkelijk groeifonds in portefeuille te hebben. Echter, de volatiliteit van het aandeel is relatief zeer hoog en maakt omzichtig opereren aan de aankoopzijde, en in een later stadium ook verkoopzijde, tot een absolute noodzaak.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 juli 2007 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Exact Holding	10,7%
Nedap	8,0%
Unit 4 Agresso	7,9%
Draka Holding	6,3%
Kendrion	5,7%
De Nederlanden Compagnie	5,2%
Wavin	5,1%
Stork	5,1%
LBI International	4,6%
Ballast Nedam	4,5%
Overige 14 ondernemingen	34,1%
Liquiditeiten en overige	2,8%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De aandelenmarkt bevindt zich in algemene zin in een fase van consolidatie. Ondanks de eerder gesignaleerde hogere rentetarieven en een weer stijgende olieprijs, leveren een sterk winstmomentum en aanhoudende initiatieven vanuit de hoek van private equity vooralsnog voldoende weerwerk om een behoorlijke correctie te vermijden. Vanaf deze maand rapporteren de bedrijven uit onze portefeuille hun voortgang over de eerste helft van 2007. Wij zijn hieromtrent positief gestemd. Vandaar dat wij menen te kunnen volstaan met een verhoudingsgewijs geringe liquide positie van 0-5% van de totale portefeuille.

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

4 juli 2007

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen