

## MAANDBERICHT OVER MEI 2007

### Inleiding

De maand mei werd gekenmerkt door een over het algemeen gunstige marktstemming. Per maandultimo was voor een bedrag van bijna €42 miljoen belegd in 24 ondernemingen. Per 1 juni bedraagt de omvang van het beheerd vermogen ruim €43,6 miljoen, hetgeen impliceert dat per deze datum 96% van het vermogen is belegd. De intrinsieke waarde per participatie bedraagt per 1 juni €111,75 (1 mei: €107,13). Per 1 juni bedraagt het fondsvermogen €43.609.682 miljoen en staan 390.250 participaties uit.

### Ontwikkelingen in de portefeuille

De ondertoon in de aandelenmarkt bleef gedurende de verslagmaand positief. Zowel het consumenten- als het producentenvertrouwen benaderden recordniveaus. De teneur op de door de beheerder bezochte jaarvergaderingen was vrijwel zonder uitzondering positief. Echter, in enkele gevallen begint de beurskoers voor een belangrijk deel de positieve vooruitzichten volledig te verdisconteren. Vandaar dat wij, wanneer wij dit opportuun achten, op enkele posities de winst realiseerden.

Het aantal fondsnamen in portefeuille daalde met één tot 24. Wij verkochten het resterende belang in Samas en realiseerden de volledige winst in Macintosh Retail Group en Arcadis. Hiervoor in plaats werden posities in detacheerder Brunel en kabelproducent Draka Holding genomen.

De verkoop van het resterende belang in Samas werd ingegeven door de aanhoudende onzekerheid met betrekking tot de verwatering die zittende aandeelhouders ten deel zal vallen na de noodzakelijke herkapitalisatie van de onderneming. Wij menen dat het potentieel van Samas behoorlijk is afgenomen na de tegenvaller op automatiseringsgebied. Met de verkoop van het resterende belang hebben wij ruimte gecreëerd voor kansrijkere proposities.

De verkopen van Arcadis en Macintosh Retail Group zijn het gevolg van het bereiken van de doelkoersen van beide ondernemingen. In korte tijd werden total returns van ruim 15%, respectievelijk 23% gerealiseerd. Ofschoon de vooruitzichten voor beide ondernemingen onverminderd gunstig blijven, menen wij dat het veiligstellen van koerswinst voor de kortere termijn een juiste strategie is.

Het behoort tot de mogelijkheden om ondernemingen waarop in een eerder stadium de winst is gerealiseerd, in een later stadium terug in portefeuille te nemen. Dit was van toepassing op Draka Holding. Na een presentatie van het management trokken wij de conclusie dat het huidige winstmomentum van Draka hoger ligt dan de marktconsensus, vandaar dat wij op koersen beneden €30,- wederom een belang hebben opgebouwd. Eind juni komt Draka met een trading update, op welk moment wij een verhoging van de winsttaxaties door marktvolgers voorzien. Wij hanteren een koersdoel van €35,- voor de komende zes maanden.

De eerste kwartaalcijfers van detacheerder Brunel bevestigden de bestaande tendens van hoge autonome groei. Slechts de Energy divisie vormde een dissonant, reden waarom de beurskoers per saldo niet reageerde. Wij zijn van mening dat juist de Energy divisie in de loop van dit jaar een margerherstel zal laten zien, hetgeen zich versterkt moet kunnen voortzetten in 2008. Tegen deze achtergrond achten wij de aandelen Brunel een waardevol bezit en hebben wij een positie verworven op koersen even boven €25,-. Op een termijn van 12-18 maanden menen wij dat een koersdoel van €35,- realistisch is.

Elders in de portefeuille breidden wij de belangen in met name BAM Groep, LBI International, Telegraaf Media Groep en Unit 4 Agresso uit.

Op de jaarvergadering van BAM Groep bleek de winsttaxatie van €200 miljoen voor het lopende boekjaar eens te meer een zeer conservatieve te zijn. Wanneer BAM erin slaagt dit jaar in Duitsland een break even resultaat te realiseren, dan zou op vergelijkbare basis de jaarwinst reeds rond €250 miljoen dienen uit te komen. In 2008 en verdere jaren is een voortgaande winststijging alleszins aannemelijk. In het jaarverslag over 2006 schetst het management overigens een gedetailleerd beeld van de doelstellingen voor 2009. Met name de operationele margeverbetering van 2,7% in 2006 naar 4% in 2009 zegt iets over het onontgonnen koerspotentieel van BAM. Het compensabel verlies in Duitsland ter grootte van €1,1 miljard(!) is in deze taxatie overigens niet begrepen, maar levert onzes inziens een extra dimensie aan de beleggingsmerites van BAM.

De koers van LBI International lag aan het begin van de maand onder druk vanwege een negatieve marktreactie op de publicatie van de eerste kwartaalcijfers die onder de verwachtingen bleken uit te komen. Wij menen dat dit niet verwonderlijk is gegeven het typische seizoenspatroon van LBI, waarbij het tweede en vierde kwartaal de werkelijk belangrijke kwartalen voor de winstrealisatie zijn. De overname van aQuantitative door Microsoft zorgde medio mei voor een *relieve rally* in aandelen LBI; aQuantitative kan worden beschouwd als een van de *peers* van LBI. Microsoft bleek bereid een premie van 85% op de laatste beurskoers van aQuantitative te betalen, waarmee Microsoft reageerde op de overname van Doubleclick door Google enkele weken eerder.

De koersontwikkeling van Telegraaf Media Groep (TMG) staat de laatste tijd in het teken van de omzetting van het 20%-belang dat TMG houdt in SBS Broadcasting, in een nader bekend te maken participatie in ProSiebenSat.1, de toonaangevende Duitse mediagroep, die naar verwachting SBS Broadcasting zal overnemen. Wanneer zulks in het derde kwartaal 2007 realiteit wordt, zal de uitgangspositie van TMG beduidend zijn versterkt. De combinatie ProSieben/SBS heeft een gecombineerde omzet van ruim €3 miljard en een EBITDA van bijna €700 miljoen. De groei van deze combinatie mag op jaarbasis worden geschat op 10-15%, hetgeen een forse impuls aan het winstmomentum van TMG zal geven. Daarnaast mag van deze conversie een boekwinst voor TMG tegemoet worden gezien. Al met al reden om het aandeel TMG in de portefeuille van het Add Value Fund op te nemen. Wij menen dat op een termijn van 12-18 maanden een koersstijging tot een niveau van €35,- mogelijk is.

Het belang in Unit 4 Agresso werd verder vergroot tot de op één na grootste holding in de portefeuille. Hiertoe was alle aanleiding, omdat de koers van het aandeel tot voor kort niet reageerde op de voortreffelijke winstvooruitzichten. Hierin kwam verandering nadat de onderneming in een trading statement meldde dat het in de eerste vijf maanden van het jaar een toename van 40% in zogenaamde grote orders had geboekt en dat er al meer orders van €1 miljoen en groter zijn binnengehaald dan in geheel 2006. Wij houden voor geheel 2007 rekening met een stijging van het bedrijfsresultaat van circa 30%, waarbij naast autonome groei van 10% de vorig jaar overgenomen bedrijven in Duitsland en Spanje beeldbepalend zullen zijn. Unit 4 Agresso heeft bovendien aangegeven dat het door acquisities verder wenst te groeien; de niet-geleveragede balans biedt hiertoe ruime mogelijkheden. Wij achten een koersdoel van €24,- de komende twaalf maanden alleszins haalbaar (koers nu: €20,04).

Wij roomden de (omvangrijke) posities in Imtech en Wavin enigermate af. Beide ondernemingen benaderden of bereikten hun korte termijn koersdoel. Met name het rendement op Imtech, met een koersstijging van €52,- naar €67,- in drie maanden, van een kleine 30% beantwoordde aan onze verwachtingen.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juni 2007 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Exact Holding	11,6%
Unit 4 Agresso	8,3%
Ballast Nedam	6,9%
Imtech	6,0%
Kendrion	5,3%
Wavin	5,0%
De Nederlanden Compagnie	4,9%
DPA Flex Group	4,6%
LBI International	4,4%
Neways Electronics	4,3%
Overige 14 ondernemingen	34,7%
Liquiditeiten en overige	4,0%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Met rentetarieven die een duidelijk opwaarts momentum reflecteren, lijkt het verstandig om voor de kortere termijn iets terughoudender te opereren. Vandaar dat wij thans een strategie van zogenaamd *top slicen* toepassen. De posities waarop de grootste (papier) winsten zijn gerealiseerd, worden enigszins in omvang teruggebracht (zoals Imtech) of zelfs - tijdelijk - geheel verkocht (zoals Arcadis en Macintosh). Daarnaast blijven wij zeker attent op nieuwe mogelijkheden. Voor de komende maanden streven wij naar een liquide percentage van 5-10% van het totale fondsvermogen. Met een dergelijke liquiditeit hebben wij enige ruimte om, in geval van een forse tijdelijke koerscorrectie (zoals begin maart van dit jaar), op lagere koersniveaus de aandelenposities weer te kunnen uitbreiden.

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 juni 2007

---

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