

MAANDBERICHT OVER APRIL 2008

Inleiding

In april was er een lichte verbetering van het marktsentiment. Enerzijds was dit het gevolg van de constatering dat banken en verzekeringsmaatschappijen adequate afboekingen op portefeuilles doorvoeren, anderzijds doordat op de huidige lage koersniveaus de kopers geleidelijk de overhand beginnen te krijgen ten opzichte van de verkopers. Daarbij speelt het gegeven dat momenteel de liquiditeit in de markt toeneemt als gevolg van dividendbetalingen beslist een ondersteunende rol. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg met bijna 3,5% van € 89,55 naar € 92,67. Ten opzichte van jaarultimo 2007 is de waardedaling nu nog 4,3%.

Per 30 april 2008 was voor een bedrag van € 43,4 miljoen belegd in 25 ondernemingen. Per 2 mei bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 44,5 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 98% van het vermogen is belegd.

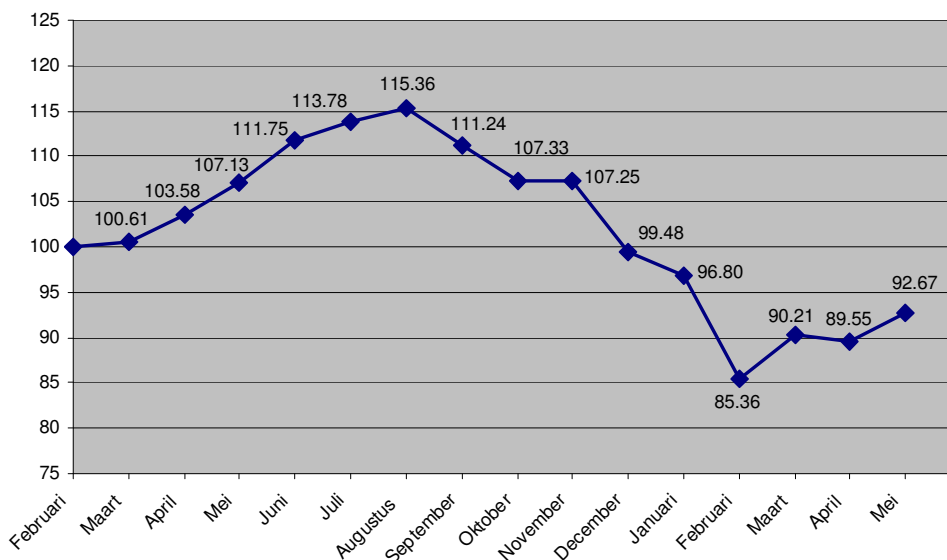
De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie per 2 mei 2008	92,67
Fondsvermogen per 2 mei 2008	44.496.867
Aantal uitstaande participaties per 2 mei 2008	480.165

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

Jaar	Jan.	Febr.	Mrt	Apr.	Mei	Juni	Juli	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jaar	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	-3,20
2008	-11,82	5,68	-0,73	3,48									-4,26	-7,33

Intrinsieke Waarde



Mutaties in de portefeuille

De mutaties in de portefeuille bleven in april beperkt tot de verkoop van het restbelang in retailer Beter Bed Holding en de aankoop van belangen in ingenieursbureau Grontmij en woningverhuur/financieel bemiddelaar Direct Wonen, welke onderneming is genoteerd aan de Londense AIM, de Alternative Investment Market. Recente peilingen tonen een opmerkelijke wijziging in het bestedingsgedrag van Nederlandse consumenten: de non-food bestedingen liggen onder druk, terwijl de foodgerelateerde bestedingen over de hele linie een krachtige groei vertonen. Dit werd mede weerspiegeld in een fraaie koersstijging van Sligro Food Group, welk belang wij aan het begin van de verslagmaand belangrijk uitbreidden, waarna wij ruim 20% winst konden realiseren op Koninginnedag op een gedeelte van dit belang.

Op het gebied van arbitragement konden positieve resultaten worden bijgeschreven op posities in Crucell en Imtech. In het segment van uitzend- en detachingsbedrijven breidden wij het belang in Brunel verder uit, terwijl wij de positie in USG People enigszins reduceerden. Wij achten Brunel momenteel fors ondergewaardeerd ten opzichte van de peer group. Daarenboven is het winstmomentum van Brunel onzes inziens superieur aan het marktgemiddelde. Tenslotte werden de belangen in Exact Holding, Nedap en TKH Group licht uitgebreid en werden de posities in Ordina en Wavin licht teruggebracht.

Bedrijfsnieuws

Aalberts Industries meldde de overname van Henco, een toonaangevende producent en distributeur van plastic pijpsystemen met een jaaromzet van € 105 miljoen in 2007 en een EBIT-marge van naar schatting 14 à 15%. Op de jaarvergadering maakte bestuursvoorzitter Aalberts gewag van een fantastische overname van groot strategisch belang. Aalberts voegt met de overname het segment van vaste pijpleidingen toe aan haar productenpallet, waar het voorheen slechts fittingen en sluitingen in het assortiment had. Als gevolg van de transactie behoeft Aalberts de pijpstukken niet langer in te kopen bij concurrent Uponor, op jaarbasis gaat het om een bedrag van € 20 à 25 miljoen. Daarnaast ziet Aalberts talloze cross selling mogelijkheden met andere werkmaatschappijen in de Flow Control groep. Met name in Oost-Europa zijn er goede mogelijkheden; momenteel wordt de capaciteit aldaar uitgebreid om aan de toenemende vraag te kunnen voldoen. De winsttaxaties voor het lopende jaar worden met € 0,05 per aandeel verhoogd tot € 1,45. Over 2007 werd per aandeel € 1,26 verdiend. Op € 14,- wordt voor het aandeel Aalberts Industries thans 9,7 maal de verwachte winst 2008 betaald. In het licht van het onveranderd sterke winstmomentum laat deze waardering nog alle ruimte voor een aanzienlijke koersstijging.

BAM Groep kon in de verslagmaand voor ruim € 200 miljoen aan nieuwe opdrachten bijboeken in de orderportefeuille. Interbeton, de buiten Europa opererende bouwdivisie van BAM, verwierf in combinatie de opdracht voor de bouw van een LNG-steiger in het Woodside Pluto LNG-project nabij Karratha aan de Australische noordwestkust. De opdrachtsom bedraagt circa € 120 miljoen, waarvan de helft voor rekening en risico van BAM wordt uitgevoerd. Edmund Nuttall Ltd., de Britse infradochter van BAM, verwierf de opdracht voor het ontwerp en de bouw van een afvalverwerkingsinstallatie in Waterbeach, ten noorden van Cambridge. Met dit project voor afvalverwerker Donarbon Water Management Ltd is een opdrachtsom van ruim € 50 miljoen gemoeid. Van de gemeente Den Haag verwierf BAM Utiliteitsbouw de opdracht voor de bouw van het stadsdeelkantoor Leyweg ter waarde van circa € 46 miljoen, terwijl BAM Infra de reconstructie van de onderdoorgang en bijgelegen kruispunten aan de Vaillantlaan ter waarde van € 35 miljoen gaat uitvoeren. Met deze nieuwe opdrachten wordt de orderportefeuille van BAM verder gevuld en wijst de fraaie spreiding op een aantrekkelijk risicoprofiel van de aandelen. De koers van € 15,80 noteert naar onze mening zo'n 30% onder de fair value van € 22,00 per aandeel.

Software-ontwikkelaar **Unit 4 Agresso** meldde dat wordt afgezien van de aankoop van een niet nader genoemde collega-onderneming uit Oost-Europa. Eind 2007 had Unit 4 Agresso een call optie genomen op de acquisitie van deze onderneming – met een verwachte omzet van € 50-60 miljoen - die de potentieel zeer aantrekkelijke Oosteuropese markt zou kunnen ontsluiten. Uit het due diligence onderzoek kwam echter naar voren dat de wederkerende omzet van de Oosteuropese onderneming slechts 10% bedraagt (derhalve nauwelijks onderhoudsopdrachten), zodat het risicoprofiel van de overnamekandidaat te hoog werd bevonden. Unit 4 Agresso heeft nu de handen vrij om zich volledig te concentreren op de integratie van CODA, welke majeure overname begin dit jaar werd afgerond. Daarnaast werd bekend gemaakt dat Jeremy Roche, CEO van CODA, is toegetreden tot de hoofddirectie van Unit 4 Agresso. Wij verwachten dat Unit 4 Agresso het lopende jaar de marktconsensus zal overtreffen en voorzien een winst per aandeel van € 1,70 (2007: € 1,49), waarmee de aandelen op iets meer dan 10 maal de verwachte winst naar onze mening aanzienlijk zijn ondergewaardeerd.

DNC De Nederlanden Compagnie, actief op het gebied van detacheringdiensten, rapporteerde fraaie resultaten over het eerste kwartaal van 2008. De omzet steeg met 69% tot € 23,0 miljoen, terwijl de bruto marge uitkwam op € 6,5 miljoen (1^e kwartaal 2007: € 3,3 miljoen), zodat de operationele marge als percentage van de omzet verbeterde van 24,5% naar 28,4%. De netto winst steeg van € 0,6 miljoen naar € 1,7 miljoen, in welk laatste bedrag een incidentele bate was begrepen van € 0,2 miljoen uit hoofde van de verkoop van werkmaatschappij TPS. DNC handhaafde de eerder afgegeven prognose voor het gehele boekjaar 2008, waarbij rekening houdende met acquisities wordt uitgegaan van een omzet van circa € 100 miljoen en een netto winst van € 8 miljoen. Daarnaast voorspelt DNC een winst per aandeel van circa € 1,60 (2007: € 0,95), waarbij moet worden aangetekend dat in deze prognose impliciet een uitbreiding van het aandelenkapitaal met 9,9% is verondersteld. Wij beschouwen DNC De Nederlanden Compagnie als een uitstekend geleide onderneming die tot op heden telkens waarmaakt wat eerder in het vooruitzicht werd gesteld. Op basis van de gegeven prognose wordt thans 6,3 maal de getaxeerde winst voor de aandelen betaald en bedraagt het dividendrendement 5%. Gezien de sterke en naar onze mening verdedigbare marktposities zou DNC ten minste een 30% hogere waardering verdienen.

Kabelproducent **Draka Holding** reageerde in de jaarvergadering afwijzend op de eis van het Amerikaanse hedgefonds Lucerne Capital (4,2% aandeelhouder) tot verkoop van haar 35%-belang in Oman Cable Industry (OCI). Het aandeel OCI is beursgenoteerd in Oman en heeft een indrukwekkende koerssprong gemaakt. Momenteel vertegenwoordigt het Draka-belang een waarde van ruim € 200 miljoen op een totale beurswaarde van Draka van € 900 miljoen. Het Draka-management geeft de voorkeur om alle mogelijke opties te onderzoeken, inclusief mogelijke vergroting van het belang. Daarnaast dient te worden bedacht dat de free float van de aandelen OCI slechts 30% is en dat de omzetten op de beurs van Oman zeer beperkt zijn. De waarde die aldus op grond van de beurswaardering wordt toegekend aan OCI is derhalve enigszins discutabel. Dit laat onverlet dat het aandeel Draka naar ons inzicht zeer bescheiden is gewaardeerd op circa 8 maal de verwachte winst 2008. Wanneer de vraag-aanbod verhoudingen in de glasvezelkabelmarkt verder verbeteren in de loop van dit jaar, zal dit resulteren in een sterke aanjager van de koers. Draka heeft een wereldmarktaandeel van ruim 15% en daarnaast, via een 37,5%-belang in de Chinese producent Yangtze Optical Fibre Industry, een indirect belang van nog eens 3%. Wanneer de verwachting van een vraagoverschot naar glasvezelkabel bewaarheid wordt, is een terugkeer naar een beurskoers van € 40,-, die in juli 2007 nog werd genoteerd, zeker niet illusoir. Draka Holding is momenteel de achtste grootste holding in onze portefeuille en noteert thans 2,3% boven de ultimokoers van 2007.

Industrieel dienstverlener **Imtech** meldde de overname van de Engelse REAL Solutions Group, een ICT-specialist met een omzet van € 46 miljoen. Imtech betaalde een overnameprijs van circa 6 maal EBITA, waarmee

REAL Solutions direct een bijdrage aan de winst per aandeel levert. REAL Solutions biedt een veelheid van diensten met betrekking tot het IBM-platform. Op dit gebied is Imtech al een prominente speler via Imtech ICT (Nederland) en Fritz und Macziol (Duitsland). Aldus kan deze acquisitie als typerend voor Imtech worden aangemerkt: een zogenaamde add-on overname die bijdraagt aan de kritische massa van een deelactiviteit en meteen bijdraagt aan de winst per aandeel. Imtech is een van de hoogst scorende aandelen voor wat betreft het verwachte stijgingstempo van de winst in 2008. Als zogenaamde *late cyclical* rapporteerde Imtech onlangs een met 30% gestegen orderboek van € 3,8 miljard. Wij voorzien een terugkeer van de koers naar het vorige topniveau van € 23,50 van juli vorig jaar, hetgeen een winstpotentieel van 28% vanaf de huidige koers van € 18,30 inhoudt. Bij een verwachte winst per aandeel van € 1,60 (2007: € 1,29) wordt thans slechts 11,4 maal de getaxeerde winst voor aandelen Imtech betaald.

Zoals eerder gemeld, verlaagden wij de positie in uitzendings/detacheringsgroep **USG People**. Op de jaarvergadering werd duidelijk dat de winstontwikkeling in 2008 en 2009 zal uitbodemmen. Met andere woorden, waar eerder werd gerefereerd aan een zogenaamde *mid-cycle dip*, is het management van USG People nu de mening toegedaan dat de cyclus daadwerkelijk in de neergaande fase is aangeland. Dit impliceert een lagere winstbijdrage van de pure uitzendactiviteiten en, met een vertraging van ongeveer een jaar, een stabilisatie/teruggang van de detacheringsactiviteiten. Niet toevallig werden in de verslagmaand enkele 'worst case'-scenario rapporten aan USG People gewijd, die naar onze mening enigszins te negatief over de goed gespreide onderneming berichtten. Wij menen dat USG People in staat moet zijn met een minimale winst per aandeel van € 1,25 de cyclus door te komen, waarmee de aandelen thans op een koers van € 14,30 niet overmatig hoog worden gewaardeerd. Daarbij kregen wij van de zijde van het management voldoende vertrouwen dat de pay out ratio zal worden verhoogd in tijden van laagconjunctuur. In dit kader zij vermeld dat de aandelen USG People momenteel een dividendrendement van 5,7% noteren.

De jaarvergadering van **Wavin**, Europees marktleider op het gebied van de productie van plastic pijpsystemen, bevestigde het beeld dat de onderneming ook in een neergaande markt winstgevend zal opereren én marktaandeel zal winnen. Wel zal in juli, bij de publicatie van de cijfers over de eerste zes maanden van het jaar, de vergelijking met de uiterst sterke halfjaarcijfers 2007 een belangrijke teruggang (> 20%) tonen, maar deze ontwikkeling achten wij in de huidige koers van € 7,25 voldoende te zijn verdisconteerd. De aandelen Wavin noteren daarmee op circa 7 maal de verwachte winst 2008 en 2009 en genereren een dividendrendement van 6,3%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Nedap	8,1%
Aalberts Industries	7,3%
BAM Groep	7,0%
Unit 4 Agresso	6,2%
Exact Holding	5,7%
TKH Group	5,4%
DNC De Nederlanden Compagnie	5,3%
Draka Holding	5,2%
Neways Electronics	4,6%
Brunel International	4,4%
Overige 15 ondernemingen	38,8%
Liquiditeiten en overige	2,0%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Wij voorzien voor de komende zes maanden een voortzetting van de tendens van geleidelijk koersherstel. De ervaringen die wij op de jaarvergaderingen hebben opgedaan, wijzen erop dat de ondernemingen in onze portefeuille kunnen bogen op zeer sterke, verdedigbare marktposities. De winsttaxaties die hieraan zijn verbonden, achten wij conservatief. Een onzekere factor vormt het winstperspectief voor 2009. Tevens is de waardedepreciatie van de dollar en het pond sterling vooralsnog een reden om terughoudendheid te blijven betrachten voor zover ondernemingen een directe of indirecte betrokkenheid in deze valutagebieden hebben. Om deze reden sluiten wij een tijdelijke koerscorrectie later dit jaar niet uit. Per saldo verwachten wij echter 2008 met een positief beleggingsresultaat te kunnen afsluiten.

Wij vertrouwen erop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd en zijn desgewenst graag bereid tot het geven van een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

W.F. Burgers

K.J. Vogel

14 mei 2008

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen