

## MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2008

### Inleiding

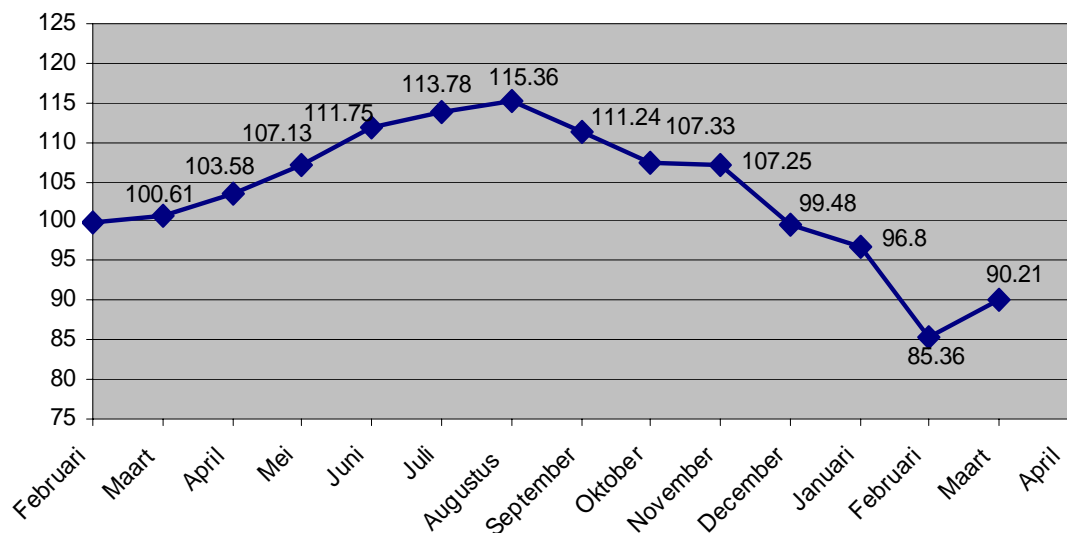
Na de scherpe koersval van januari was februari een periode van technisch herstel. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund eindigde de verslagmaand op een koers van € 90,21, hetgeen een stijging van 5,7% betekende in vergelijking met de slotstand van januari. Tevens was februari 2008 de eerste maand met een positieve performance na zes achtereenvolgende maanden van uitsluitend koersdalingen. Wij menen dat de markt zich inmiddels in zekere zin heeft aangepast aan de nieuwe, met veel meer onzekerheid omgeven externe omstandigheden. Beleggers hebben ontegenzeggelijk een hogere risicopremie gezet op aandelenbeleggingen, wat weliswaar heeft geleid tot een aanzienlijke koerscorrectie, maar tegelijkertijd een uiterst interessant perspectief biedt voor een sterk potentieel koersherstel in de toekomst. Wij hebben de portefeuille van het Add Value Fund inmiddels zodanig gestroomlijnd, dat wij menen optimaal te kunnen profiteren van een dergelijk herstel. Per 29 februari 2008 was voor een bedrag van € 42 miljoen belegd in 24 ondernemingen. Per 3 maart bedraagt de omvang van het beheerd vermogen 43 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 97,7% van het vermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 3 maart 2008	€ 90,21
Fondsvermogen per 3 maart 2008	€ 42.961.081
Aantal uitstaande participaties per 3 maart 2008	476.259

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											-6,80	-9,79



### Mutaties in de portefeuille

In het begin van de verslagmaand zijn de belangen in met name **BAM Groep, Draka, Imtech, Ordina, TKH Group** en **USG People** tegen aantrekkelijke, lage koersen verder uitgebreid. Wij maakten een begin met aankoopprogramma's in Sligro Food Group en Koninklijke Wessanen. Beide foodgerelateerde ondernemingen vormen een verrijking voor onze portefeuille, omdat zij over uitstekende defensieve kwaliteiten beschikken. **Sligro Food Group (SFG)** presenteerde tevredenstellende cijfers over 2007 en zal vanaf dit jaar geleidelijk de winstgevendheid van haar supermarktactiviteiten weten te verbeteren. Daarnaast geloven wij dat de winst over 2008 positief zal worden beïnvloed door de grote sportevenementen (Olympische Spelen, EK voetbal) die dit jaar worden georganiseerd. Als een van de toonaangevende toeleveranciers aan de horeca zal SFG hier ongetwijfeld extra rendement kunnen genereren. Op basis van onze taxaties voor 2008 noteert het aandeel SFG thans op een K/W verhouding van circa 12 en een dividendrendement van 3%.

Een van de aantrekkelijke kenmerken van een belegging in **Koninklijke Wessanen** is het hoge, gecureerde dividend van €0,65 per aandeel. Bij een koers van €8,50 geeft dit een rendement van ruim 7,5%. Onder leiding van oud-Philips topman Ad Veenhof wordt al bijna vijf jaar gewerkt aan een herpositionering van Wessanen die steeds meer reliëf krijgt. De definitieve cijfers over 2007 kregen van de zijde van analisten per saldo een negatief onthaal, waardoor de koers onder druk kwam te liggen en er een interessante koopmogelijkheid ontstond. Wij denken dat uiterlijk volgend jaar een beslissing valt over de toekomst van Tree of Life (Amerikaanse distributie van special food products) die de meerwaarde van Wessanen zichtbaar zal maken. Wij hanteren een koersdoel van €12,-, waarmee het opwaarts koerspotentieel op 41% (exclusief dividendrendement!) kan worden berekend.

De aankopen van Sligro en Wessanen werden deels gefinancierd uit de verkoop van een deel van de belangen in **Beter Bed Holding** en **Macintosh Retail Group**. Beide retailaandelen toonden een krachtig technisch koersherstel in februari, wat wij hebben aangegrepen om eerder gekochte (goedkopere) stukken met een behoorlijke (> 10%) winst te verkopen. Wij sluiten niet uit dat 2008 een moeilijk retailjaar zal worden voor Beter Bed en Macintosh, waardoor het opwaarts koerspotentieel in deze aandelen naar onze mening kleiner is dan wij eerder voor mogelijk hielden.

Bescheiden aankopen werden verricht in **Brunel International, Crucell, HES Beheer, ICT Automatisering** en **Neways Electronics**, gebruikmakend van de vigerende lage koersen, waardoor de gemiddelde aankooprijzen van deze posities werden verlaagd. Er werd binnen een maand een aantrekkelijk verkoopresultaat (> 15%) gerealiseerd op de in januari aangeschafte kleine posities in **Eriks** en **Koninklijke Ten Cate**. Het kleine belang in industriële holding **Nyloplast** werd met een klein boekverlies verkocht. Het is de afgelopen twaalf maanden niet gelukt om dit belang tegen redelijke prijzen tot een volwaardige participatie uit te bouwen, zodat verkoop uiteindelijk een logische exit was.

Tenslotte werd op de belangen in **USG People** en **Wavin** een extra rendement gerealiseerd uit hoofde van succesvolle arbitragetransacties.

### Bedrijfsnieuws

Het Add Value Fund heeft 12-13% van de portefeuille belegd in de software-ontwikkelaars Exact Holding en Unit 4 Agresso. Beide ondernemingen presenteerden tevredenstellende cijfers over 2007 en uitten zich voorzichtig positief ten aanzien van de vooruitzichten voor 2008.

**Exact Holding** genereerde een autonome toename van de licentieomzet van 7,5%, zijnde een combinatie van een verdere penetratie van het succesvolle Exact Synergy product bij bestaande klanten en de aanwas van nieuwe klanten, waaronder Adecco, Ordina en KPN. De EBIT-marge verbeterde van 19,0% naar 20,5% (exclusief een eenmalige last uit hoofde van settlement van een rechtsgeschil in de Verenigde Staten). Voor 2008 voorziet Exact een stijging van de autonome licentieomzet van 7 à 9% bij een verdere verbetering van de EBITDA-marge tot 24% (2007: 22,6%). Deze voorspelling gaat uit van min of meer stabiele economische omstandigheden en is

exclusief valuta-invloeden. Exact behaalt ruim 25% van de omzet van € 252 miljoen in de dollarsfeer, welk percentage in 2008 nog iets zal stijgen als gevolg van de acquisitie van Longview Solutions in november 2007. Longview rapporteerde over het gebroken boekjaar 1 juli 2006 - 30 juni 2007 een omzet van \$ 29 miljoen bij een EBITDA-marge van 22,5%. Volgens bestuursvoorzitter Rajesh Patel is het overnameklimaat voor Exact momenteel een stuk gunstiger dan vorig jaar, nu de kredietcrisis de extreem hoge overnameprijzen in de sector naar meer realistische niveaus heeft doen terugzakken. De zeer solvabele en liquide onderneming heeft naar schatting € 250 miljoen beschikbaar voor aanvullende acquisities. Vooralsnog keert Exact net als over 2006 het volledige resultaat van 2007 uit als contant dividend, hetgeen neerkomt op € 1,59 per aandeel. Op de huidige koers van € 27,- wordt ruim 15 maal de getaxeerde winst 2008 voor de aandelen betaald en bedraagt het dividendrendement een solide 5,9%. Momenteel speelt nog altijd de mogelijkheid van een beursexit van Exact Holding, nadat de drie oprichters/grotaandeelhouders, tezamen goed voor een 45%-belang, in december 2007 aangaven verkoop van hun belang te overwegen. Na bijna twee maanden radiostilte achten wij de kans op een transactie gering. Op grond van de gunstige perspectieven van Exact achten wij aanhouden van het belang in de top van onze portefeuille opportuun.

Collega **Unit 4 Agresso** kende met een autonome groei van 14% een nog beter resultaat dan Exact Holding. Qua omzet passeerde Unit 4 Agresso in 2007 Exact eveneens door een omzettoename van 39% naar € 320,5 miljoen (2006: € 230,7 miljoen, exclusief te desinvesteren activiteiten). De EBITDA steeg van € 42,4 miljoen naar € 54,9 miljoen (+29%), hetgeen een marge van 17,1% impliceerde. Naar EBITDA-marge gemeten presteert Unit 4 Agresso derhalve (nog) minder dan Exact. De omzet- en winstgroei werd breed gedragen. Naast goede prestaties van het belangrijkste product Agresso Business World in een groot aantal landen, droeg ook het productenaanbod in de Benelux belangrijk bij. Zowel de bestaande als nieuwe klanten vormen de groeiende en solide basis voor Unit 4 Agresso's omzet uit onderhoudscontracten. Het aandeel van de omzet uit onderhoudscontracten in de totale omzet groeide naar 40,7% (2006: 39,4%). Deze omzetcategorie is van groot belang vanwege het wederkerende karakter. De groeifactor hangt bovendien direct samen met de licentieomzet en met de tevredenheid van bestaande klanten. De trendmatige toename van het omzetaandeel uit onderhoudscontracten betekent een verbetering van het risicoprofiel aangezien de conjuncturele afhankelijkheid van de investeringsbereidheid in de markt afneemt. Op 31 januari jl. meldde Unit 4 Agresso voornemens te zijn om het Britse Coda plc over te nemen. Coda levert hoogwaardige software voor financieel management en realiseerde over 2006 met 570 medewerkers een omzet van circa € 72 miljoen en een EBITDA van € 16,2 miljoen (marge 22,5%). Het lopende jaar zal voor een belangrijk deel in het teken staan van de integratie van Coda, door wiens overname Unit 4 Agresso de in grootte zesde mid-market ERP wereldspeler wordt. Daarnaast is het aannemelijk dat op korte termijn een niet bij naam genoemde Centraal-Oost Europese onderneming zal worden geacquireerd, met een omzet van € 40-50 miljoen en EBITDA-marge van 15-20%, met als speerpunt de publieke sector. Deze nieuwste overname moet als springplank fungeren voor de ontsluiting van de snel groeiende markten in Centraal en Oost Europa. Binnen drie jaar wil Unit 4 Agresso de EBITDA-marge van 17,1% verhogen naar minimaal 20%. Voor het lopende jaar gaat het management uit van een organische groei van 7-10%, vergelijkbaar met de prognose van Exact. De waardering van Unit 4 Agresso is, uitgaande van een winst per aandeel van € 1,60 voor 2008 (€ 1,21 voor 2007), bij een koers van € 18,- beduidend lager dan die van Exact. Dit laat zich deels verklaren uit de lagere operationele marge en deels uit het feit dat er enige overnamepremie in de koers van Exact mag worden verondersteld. Ook is het dividendrendement op het aandeel Unit 4 Agresso beduidend lager in vergelijking met de ruimhartige uitkering van Exact, te weten: 1,4% versus 5,9%.

Industrieel dienstverlener **Imtech** verraste met zeer fraaie cijfers over 2007 die de marktconsensus verre overtroffen. De winst per aandeel steeg met 40% tot € 1,29, waarvoor de autonome EBITA-groei van 21% aan de basis lag. Ten tijde van zijn Nieuwjaarsboodschap had bestuursvoorzitter René van der Bruggen nog een groei geïndiceerd van circa 10%. De vooruitzichten voor 2008 en latere jaren zijn daarenboven veelbelovend. Het

orderboek van € 3,8 miljard per ultimo 2007 lag ruim 30% hoger dan een jaar eerder en is het beste bewijs van Imtech's succesvolle strategie. De winst per aandeel taxaties voor 2008 en 2009 zijn opwaarts bijgesteld en komen uit op gemiddeld € 1,55, respectievelijk € 1,80. Op een koers van € 16,- ontbreekt het aandeel Imtech op geen enkele kooplijst.

Ook **Aalberts Industries (AI)** voegde in 2007 een mooi hoofdstuk toe aan de imposante reeks van ononderbroken winststijgingen. AI rapporteerde een nettowinst van € 128 miljoen (+19%) bij een omzet van ruim € 1,7 miljard (+18%). Wij waarderen Aalberts Industries vooral op basis van het imposante cash genererende vermogen. Op dit punt overtrof AI de verwachtingen van analisten wederom. De operationele cashflow zwol met maar liefst 33% aan tot € 171 miljoen. AI besteedde een recordbedrag van € 109 miljoen aan investeringen en voorspelt een handhaving van dit investeringspeil in 2008. Een overtuigend bewijs dat AI in ieder geval op korte termijn nog voldoende aantrekkelijke investeringskansen ziet. Niettemin werd het aandeel direct na publicatie van het jaarbericht zwaar afgestraft door beleggers (koers -6%), omdat de onderneming in de vooruitzichtenparagraaf weliswaar gewag maakte van een naar verwachting hoger resultaat per aandeel, maar de gebruikelijke toevoeging 'in lijn met de stijging van voorgaande jaren' ditmaal achterwege liet. Wij taxeren voor het lopende jaar een winst per aandeel van € 1,40, waarmee de aandelen AI een K/W-verhouding < 10 doen, hetgeen een onderwaardering is van circa 30% ten opzichte van het lange termijn gemiddelde.

**Wavin**, Europees marktleider op het gebied van de productie en afzet van plastic pijpsystemen, rapporteerde jaarcijfers conform de marktconsensus. De omzet steeg met 7,8% van € 1.501 miljoen naar € 1.618 miljoen, terwijl de EBITDA een verbetering van 8% liet zien van € 196,3 miljoen naar € 212,1 miljoen. De winst per aandeel vertoonde een stijging van € 0,92 naar € 1,16 (+26%). De onderneming onthield zich van een prognose voor het lopende jaar, hetgeen een scherpe neerwaartse koerscorrectie tot gevolg had. Anders dan Aalberts Industries, dat een brede spreiding over klantencategorieën kent, levert Wavin uitsluitend aan de bouw en bouwgerelateerde afnemers. Reeds in de tweede helft van 2007 was een merkbare afzwakking van de vraag in met name Ierland, Duitsland en Denemarken zichtbaar. Voor 2008 is een voortzetting van de neerwaartse tendens aannemelijk, waarbij de mate van groeivertraging in het UK (27% van de omzet, 34% van EBITDA) beeldbepalend zal zijn. In dit kader lijkt het vooralsnog sterke RMI-segment (Repair, Maintenance, Improvement) een voldoende buffer te vormen om de voorziene zwakte in het nieuwbouwsegment te kunnen temperen. Elders profiteert Wavin van de voortdurende groei in Centraal en Oost Europa (14% van de omzet, 21% van EBITDA) die in het lopende jaar zal worden gesteund door de bijdrage van de meest recente acquisitie van Pilsa in Turkije, met een omzet van ruim € 80 miljoen de tweede grootste speler in een snel expanderende markt. Ofschoon de voorspelbaarheid van de cijfers bij Wavin uiterst beperkt is, menen wij dat de onderneming vanwege de ruime spreiding over de verschillende deelmarkten, waar men veelal de nummer 1 of 2 positie inneemt, en de aanhoudende tendens om koperen fittingen te vervangen door plastic, in een voldoende sterke positie verkeert om een milde Europese recessie (Wavin is niet actief in de Verenigde Staten) met goed gevolg te kunnen doorstaan. Wij hanteren een winst per aandeel van € 1,00 voor het lopende jaar en sluiten niet uit dat Wavin alsdan besluit tot handhaving van het dividend, dat over 2007 is vastgesteld op € 0,46 per aandeel. Bij de huidige koers van € 7,00 is de K/W-verhouding derhalve een weinig ambitieuze 7 keer en bedraagt het dividendrendement 6,6%.

Onze grootste holding in de portefeuille, **Nedap**, kwam met tevredenstellende cijfers over 2007. De omzet nam met 5% toe naar € 145,8 miljoen (2006: € 138,5 miljoen) en de netto winst toonde een stijging van 15% van € 12,4 miljoen naar € 14,3 miljoen. De winst per aandeel steeg van € 1,84 naar € 2,12 (+15,2%). Op grond van het gehanteerde dividendbeleid wordt het dividend vastgesteld op € 1,91 (2006: € 1,65), een contante uitkering van 90% van de winst. Op een koers van € 29,50 bedraagt het dividendrendement een stevige 6,5%. De klantgroepen Agri, Healthcare, Library Solutions, Locker Management Systems, Retail Support en Power

Supplies hebben in 2007 fraaie omzetsstijgingen laten zien. Deze stijgingen compenseerden ruimschoots de lagere omzetten in de klantgroepen Education, Specials en Verkiezingssystemen. Het tijdig inspelen op nieuwe marktmogelijkheden, veelal op basis van nieuwe technologieën, alsmede groeiende verkoopkracht en continue aandacht voor onderscheidend vermogen vormen de basis voor een gezonde autonome omzet- en winstgroei. Door het sterk projectmatige karakter van opdrachten en het ondernemende karakter van Nedap, kan deze groei op korte termijn wel eens tot positieve of negatieve uitschieters leiden. De onderneming laat echter over een groot aantal jaren een gezonde groei van omzet en winst zien. De directie van Nedap ziet voornamelijk geen ontwikkelingen die de voortgang van deze lange termijn groei zouden kunnen frustreren. Derhalve voorzien wij voor 2008 een verdere verbetering van de winst per aandeel met 10% tot €2,33 en een navenante stijging van het contante dividend tot €2,10. Zulks impliceert dat aandeelhouders Nedap de komende 14 maanden een dividendstroom van circa €4,00 tegemoet kunnen zien. Op jaarbasis komt dit overeen met een rendement van 11,6%. Dit defensieve element weegt zwaar bij de positionering van Nedap als grootste holding in de portefeuille van het Add Value Fund.

Over de gang van zaken bij de detacheerders in de portefeuille (**DNC, USG People, Brunel en DPA Flex Group**) berichten wij uitgebreid in de rapportage over de maand maart. Als grote lijn valt vast te stellen dat de gerapporteerde jaarcijfers over 2007 in lijn met de marktverwachtingen lagen, maar dat ook in deze sector het ontbreken van voldoende inzicht in de vooruitzichten voor het lopende jaar door beleggers werd 'beloond' met een nieuwe koerscorrectie. Wij zijn ervan overtuigd dat op de huidige lage koersniveaus de ondernemingen in portefeuille uiterst aantrekkelijk zijn gewaardeerd en dat voortschrijdend inzicht in de loop van dit jaar uiteindelijk zal leiden tot een welverdiend koersherstel. Daarbij valt niet uit te sluiten dat een voortgaande consolidatieslag zal worden gemaakt.

Tenslotte was er een record operationele winst voor het 100-jarige **HES Beheer**. Het op- en overslagbedrijf verwacht dat het in 2007 gerealiseerde genormaliseerde netto resultaat (= exclusief bijzondere resultaten) zal uitkomen op €12,1 miljoen, 37,1% hoger dan het voorgaande jaar (€8,8 miljoen) en een record in de lange geschiedenis van het bedrijf. Dankzij bijzondere resultaten ter grootte van €2,3 miljoen zal het netto resultaat naar verwachting uitkomen op €14,4 miljoen (2006: €8,8 miljoen). Alleen in 2004 werd een hoger netto resultaat (€16,0 miljoen) gescoord, door €10,9 miljoen aan bijzondere resultaten en boekwinsten. De verbeterde resultaten waren vrijwel over de gehele linie zichtbaar en waren te danken aan een sterke aanvoer, de effecten van belangrijke investeringen die de afgelopen twee jaar zijn gepleegd en eenmalige baten. De aanzienlijke stijging van het genormaliseerde resultaat komt door de verbeterde prestaties van met name European Bulk Services (100%) en, in mindere mate, Overslagbedrijf Amsterdam (OBA – 50%) en het Engelse New Holland Bulk Services (100%). De bijdragen van de deelnemingen Europees Massagoed Overslagbedrijf (EMO, 31%) en OVET (33,3%) bleven prima. Vanwege een beter dan verwachte decembermaand kwamen de winstprognoses hoger uit dan eerder voorspeld. Aanvankelijk werd uitgegaan van een genormaliseerde netto winst van €11 miljoen en een netto resultaat van €13,5 miljoen. De winst per aandeel komt op €1,38 (2006: €1,01) en wij voorzien een dividend van €0,70 (2006: €0,50) per aandeel. Bij een huidige koers van €22,- wordt ruim 16 maal de genormaliseerde winst voor de aandelen HES Beheer betaald. Wij menen dat het aandeel nog voldoende potentieel heeft om te worden aangehouden in onze portefeuille.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 maart 2008 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Nedap	8,0%
Aalberts Industries	7,0%
Unit 4 Agresso	6,4%
Exact Holding	6,3%
BAM Groep	6,0%
De Nederlanden Compagnie	5,4%
Neways Electronics	5,2%
TKH Groep	4,5%
Draka Holding	4,5%
USG People	4,4%
Overige 14 ondernemingen	40,0%
Liquiditeiten en overige	2,3%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Naar verwachting zal het eerste halfjaar van 2008 worden gedomineerd door een hoge koersvolatiliteit. De onzekerheid samenhangend met de kredietcrisis en de vrees voor de gevolgen van de recessie in de Verenigde Staten zullen beleggers voorlopig terughoudend laten opereren. Niettemin zijn wij van mening dat het neerwaarts risico van onze portefeuille na de scherpe koersreactie van de afgelopen zes maanden gering is. In dit verband wijzen wij op het dividendrendement van de portefeuille van 3,5% dat de komende twee maanden zal worden geïncasseerd, hetgeen correspondeert met een kapitaalinstroom van € 1,5 miljoen. Gezien de sterke marktpositie en gezonde financieringsstructuur van de ondernemingen in de portefeuille, voorzien wij dat over het lopende boekjaar tenminste eenzelfde dividendum zal worden gedaan. Dit leidt tot de conclusie dat de komende 14 maanden het dividendrendement op de portefeuille zich laat berekenen op 6,7% op jaarbasis.

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

11 maart 2008

---

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