

MAANDBERICHT OVER JULI 2007

Inleiding

De ontwikkeling van de intrinsieke waarde van het Add Value Fund zette de stijgende tendens in juli voort, alhoewel een marktcorrectie in de laatste week van de maand zorgde voor het teloorgaan van de winsten van de voorgaande weken.

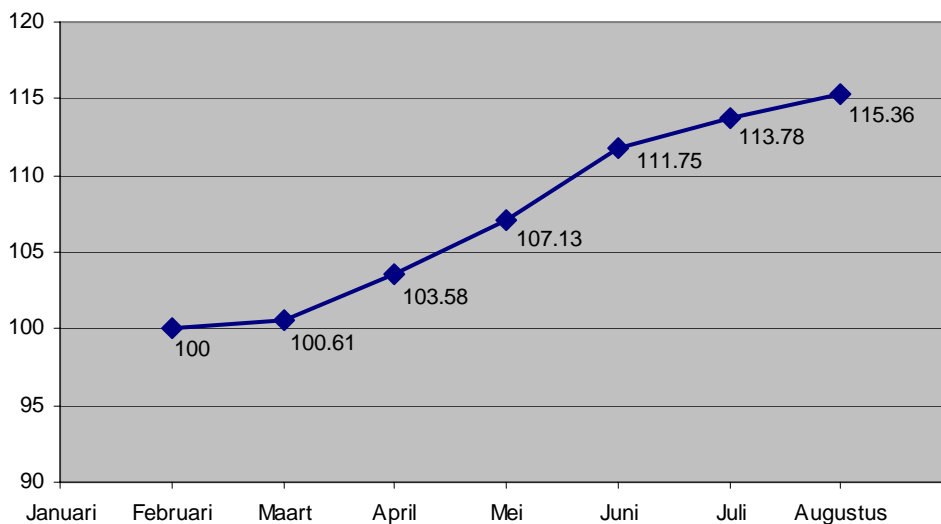
Per maandultimo was voor een bedrag van bijna €44 miljoen belegd in 24 ondernemingen. Per 1 augustus bedraagt de omvang van het beheerd vermogen ruim €47 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 93% van het vermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 1 augustus 2007	€ 115,36
Fondsvermogen per 1 augustus 2007	€ 47.300.017
Aantal uitstaande participaties per 1 augustus 2007	410.021

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

Jaar	Februari	Maart	April	Mei	Juni	Juli	Cumulatief
2007	0,61%	2,95%	3,43%	4,31%	1,82%	1,39%	15,36%



Ontwikkelingen in de portefeuille

De mutaties in de verslagmaand bestonden hoofdzakelijk uit voortzettingen dan wel afrondingen van bestaande aan- en verkoopprogramma's.

Nadat de doelkoers van €39,- was bereikt, verkochten wij de resterende positie in Draka Holding. Binnen het tijdsbestek van één maand werd daarmee een koerswinst van ruim 30% gerealiseerd. Het eind juni gepubliceerde

trading statement van Draka vormde de aanleiding voor deze spectaculaire performance. Wij menen dat in de huidige koers de gunstige perspectieven voldoende zijn verdisconteerd voor de korte termijn. Mocht zich een koersreactie voordoen, hetgeen na een koersperformance van meer dan 60% in vijf maanden voorstelbaar is, dan sluiten wij niet uit wederom een positie in Draka in te nemen.

Het resterende belang in bouwmaatschappij Ballast Nedam werd eveneens verkocht. Er werd op deze positie een totale opbrengst - koerswinst plus dividendrendement - van ruim 14% gerealiseerd. Zoals aangegeven in het maandbericht over juni prefereren wij BAM Groep als bouwmaatschappij in onze portefeuille. Bij de huidige koersen achten wij het risicoprofiel van BAM gunstiger dan dat van Ballast Nedam. Dit werd deels bewaarheid bij de publicatie van de halfjaarcijfers van Ballast, die, zoals verwacht, op een stabilisatie van de operationele winst voor geheel 2007 duiden. Het belang in BAM werd in juli licht uitgebreid. De halfjaarcijfers van BAM worden eerst op 6 september wereldkundig gemaakt.

Het kleine belang in InnoConcepts werd met gering verlies weer afgestoten. Ofschoon wij onveranderd positief zijn ten aanzien van het potentieel van InnoConcepts, ontbreekt het vooralsnog aan voldoende transparantie bij de onderneming. Dit maakt het niet mogelijk om de beleggingspropositie op basis van objectieve berichtgeving in voldoende mate te kunnen beoordelen.

Er werden participaties genomen in drie nieuwe ondernemingen.

CSM verscheen als nieuwe naam in de portefeuille. Het heeft er alle schijn van dat het reorganisatieprogramma vruchten begint af te werpen. Daarnaast is een veelbelovende expansie van de melkzuuractiviteiten (Purac) aanstaande die vanaf het laatste kwartaal van 2007 de capaciteit van deze divisie zal verdubbelen. Dit jaar is het aandeel CSM een notoire underperformer gebleken met een absolute koersdepreciatie van ruim 7%. Wij verhogen met deze aankoop tevens het defensieve profiel van de portefeuille. Aandelen CSM renderen op de huidige koers van € 27,- circa 3%.

Een tweede nieuwkomer is ICT Automatisering, net als CSM een aandeel dat beleggers al geruime tijd weinig reden tot tevredenheid heeft gegeven. Dit jaar werd tot op heden een koersdaling van ruim 5% geregistreerd, nadat over 2006 de jaarperformance 1,7% negatief bedroeg. Wij menen evenwel dat er dit jaar een einde aan deze underperformance zal komen. ICT verwacht voor 2007 een toename van de omzet en netto winst die boven het niveau van 2005 zal liggen. Dit impliceert een omzet- en netto winsttoename van ten minste 6% en 38%. Vorig jaar werd ICT getroffen door het faillissement van BenQ Mobile, één van de grotere klanten van de onderneming, alsmede door het afhaken van enkele andere afnemers uit de automotive sector. Op basis van de verwachting van de onderneming zou dit jaar een winst per aandeel van circa € 1,10 haalbaar moeten zijn, die in 2008 zou kunnen worden uitgebouwd naar € 1,30. Deze verwachting is gebaseerd op verbeterde marktomstandigheden, strategische samenwerkingsverbanden (Forcare) en overnames/deelnemingen (Lineas Automotive) die direct zullen bijdragen aan de winst per aandeel. Op de huidige koers van € 14,- wordt derhalve minder dan 11 maal de getaxeerde winst 2008 voor de aandelen betaald en komt het dividendrendement uit, bij handhaving van de pay out van 75%, op 6,5%. Tenslotte kan de overname van Getronics door KPN de opmaat vormen voor een verdere consolidatie in de ICT-sector. Met 800 medewerkers is ICT momenteel één van de grootste (nog) zelfstandige Nederlandse software ontwikkelaars.

De laatste nieuwe naam is de Pan European Hotel Acquisition Company, kortweg Pehac. Onder leiding van Willem-Jan van den Deijssel, voormalig CEO van Grand Hotel Krasnapolsky, zal een portfolio van interessante hotelketens worden opgebouwd, die vervolgens, na verhoging van het rendement op de gekochte portfolio, met winst zal worden verkocht. Wij hebben vertrouwen in het team en de filosofie van Van den Deijssel en menen met deze aankoop een interessante diversificatie in onze portefeuille te hebben aangebracht. De perspectieven voor

een sterke automome groei in de versnipperde Europese hotelbranche zijn naar onze indruk nog altijd goed te noemen.

Zeven ondernemingen uit de portefeuille publiceerden de halfjaarresultaten. Exact Holding beantwoordde aan onze verwachtingen met een 17% hogere netto winst van € 18,5 miljoen en een bescheiden omzetgroei van 2,5%. Met name het krachtige herstel in de Nederlandse markt (45% van de groepsomzet) sprak tot de verbeelding. De uitkering van de volledige halfjaarwinst als interimdividend - € 0,76 per aandeel - zorgde voor een koersstijging van ruim 15%. Wij hebben na deze koersstijging ons grote belang met bijna 40% verkleind. Inclusief het in mei ontvangen dividend over 2006 van € 1,42 per aandeel hebben wij op deze verkoop een opbrengst van ruim 22% gerealiseerd.

De halfjaarcijfers van apparatenproducent Nedap waren conform onze verwachting en ook in lijn met eerdere statements van de onderneming. De winst per aandeel steeg van € 0,74 in de eerste helft van 2006 naar € 0,94 in de vergelijkbare periode van dit jaar, een toename van 27%. De omzet nam autonoom met 12% toe tot € 72,4 miljoen. Naar verwachting zal de winst in de tweede helft van dit jaar een vergelijkbare toename kunnen tonen. Wij taxeren een 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 € 36,- wordt ruim 16 maal de getaxeerde winst voor dit jaar betaald en komt het dividendrendement op een attractieve 5,5%.

De resultaten van detacheerder De Nederlanden Compagnie (DNC) over het tweede kwartaal 2007 lagen volledig in lijn met de eerder gecommuniceerde doelstellingen voor het gehele jaar. Dit resulteerde in een halfjaaromzet van € 29,2 miljoen (2006: € 16,5 miljoen), een bedrijfsresultaat over deze periode van € 2,1 miljoen (2006: € 0,8 miljoen) en een winst per aandeel van € 0,30 (2006: € 0,12). Voor geheel 2007 voorziet DNC een omzet van circa € 70 miljoen en een netto winst van € 3,5 miljoen, per aandeel € 0,80. Het bestuur tekende daarbij aan dat niet mag worden uitgesloten dat in de tweede helft van het jaar vervolgacquisities kunnen worden geëffectueerd, waardoor opwaartse aanpassingen van de omzet en resultaten aan de orde kunnen zijn. In tegenstelling tot DNC bevindt DPA Flex Group zich nog in een reorganisatietraject. Hiertoe wordt in het eerste halfjaar een voorziening van € 0,75 miljoen genomen die moet leiden tot een vergroting van de efficiency van de bedrijfsvoering. De koers van DPA verloor op maandbasis circa 10% op voornoemd bericht. Gegeven de goede vooruitzichten voor 2008, kan deze lagere koers een interessant instapmoment betekenen. Daartoe zullen wij de op 17 augustus te publiceren halfjaarcijfers aandachtig analyseren.

Halfjaarcijfers Stork bleken op hoofdlijnen conform de marktverwachting te zijn. Tegenvallend was een voorziening van € 35 miljoen voor het NH90-helikopter-project. Meevallend was de 16% hogere orderportefeuille van ruim € 1,16 miljard en de voortgaande zeer sterke performance van de divisie Technical Services. Wij handhaven ons belang op de bestaande omvang, omdat wij een winstversnelling voorzien vanaf de tweede helft van volgend jaar. Inmiddels heeft de IJslandse aandeelhouder Marel haar belang in Stork vergroot tot 25,37%, een uitbreiding van ruim 9% in iets meer dan één maand tijd. Dit sterkt ons in de overtuiging dat de bieding van € 47,- per aandeel van Candover niet tot een beurs-exit van Stork zal leiden. Wij zijn niet voornemens in te gaan op deze beiding.

Zoals verwacht publiceerde LBI International, het grootste Europese digital agency network, prima tweede kwartaalcijfers, waarbij vooral de sterke performance in de Angelsaksische landen opviel. Naar verwachting zal LBI in de tweede helft van dit jaar haar portfolio verder uitbreiden in Duitsland en/of de Verenigde Staten. Het nauwelijks door analisten gevolgde aandeel reageerde niet op het halfjaarbericht: omzet tweede kwartaal € 47,5 miljoen (2006: € 43,3 miljoen), bedrijfsresultaat € 4,1 miljoen (2006: € 3,1 miljoen). Op een recente koers van € 5,50 achten wij het aandeel LBI belangrijk ondergewaardeerd ten opzichte van vergelijkbare Amerikaanse ondernemingen.

BinckBank rapporteerde een netto winststijging van 23% - € 13,8 miljoen versus € 11,2 miljoen - over de eerste zes maanden van 2007. Uit de winst per aandeel van € 0,45 werd een interim dividend van € 0,14 betaalbaar gesteld. Wij hebben vertrouwen in een voortzetting van de gunstige gang van zaken bij BinckBank en zijn voornemens ons belang geleidelijk uit te breiden. Thans ligt het aandeel enigszins onder druk uit vrees voor een aandelenplaatsing uit hoofde van de mogelijke overname van grote broer Alex.

Automatiseringsbedrijf Qurius meldde een zwak tweede kwartaal, hetgeen echter niet als een verrassing kwam. De onderneming had in een eerder stadium reeds aangegeven dat de EBIT-marge momenteel nog negatief wordt beïnvloed door de suboptimale omvang van een aantal buitenlandse vestigingen. De in juni succesvol afgeronde plaatsing van aandelen heeft Qurius de financiële zekerheid gegeven om de noodzakelijke schaalvergroting te bewerkstelligen. In dit kader werd de overname van Cabus Holding gemeld, een top-5 speler in de Duitse Microsoft Dynamics markt. Cabus heeft circa 140 werknemers en kantoren in Hamburg, Bremen, Düsseldorf, Berlijn, Lubeck en Neurenberg. Met de eerdere overname van Wilhelm + Zeller is Duitsland na Nederland het tweede Europese land waar Qurius een dominante positie in de Microsoft markt voor bedrijfsapplicaties weet te verwerven. Op afzienbare termijn moet dit kunnen leiden tot een structurele verbetering van de winstgevendheid. Anticiperend op deze ontwikkeling hebben wij het belang in Qurius enigszins vergroot.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Nedap	7,5%
Unit 4 Agresso	7,4%
Exact Holding	7,2%
Kendrion	5,3%
De Nederlanden Compagnie	5,1%
Wavin	4,9%
Stork	4,8%
Aalberts Industries	4,4%
Neways Electronics	4,3%
BAM Groep	4,2%
Overige 14 ondernemingen	35,8%
Liquiditeiten en overige	9,1%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De turbulentie op aandelenmarkten is de laatste week toegenomen. Een drietal ontwikkelingen - de crisis op de Amerikaanse huizenmarkt, de hieraan gerelateerde problemen voor enkele hedge funds, alsmede de (tijdelijke) financieringsonwil voor private equity transacties - heeft tot een verhoging van de risicopremie in de aandelenmarkt geleid. Deze lag ten grondslag aan een algemene koersdaling van tot nu toe ruim 5%.

Vermoedelijk zullen de nieuwe inzichten de markt nog enige tijd in hun greep houden. Wij combineren in deze overgangperiode een actief investeringsbeleid met een verder aanscherpen van de beleggingsselectie. Het

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

liquide bestanddeel van de portefeuille houden wij binnen een marge van 0-5%. Wij zijn overtuigd van de kwaliteit van de ondernemingen in de portefeuille en voorzien een verdere geleidelijke waardeinstijging in de resterende maanden van 2007.

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 augustus 2007