

MAANDBERICHT OVER MAART 2008

Inleiding

In maart bleef de marktstemming onzeker, hetgeen werd weerspiegeld in somtijds heftige koersfluctuaties. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund daalde per saldo licht van € 90,21 naar € 89,55, een teruggang van 0,73%. Tegen het einde van de verslagmaand trad een verbetering van de beursstemming op, nadat grootbanken als UBS, Deutsche Bank en Lehman Brothers duidelijkheid verschaffen over zowel hun kredietstatus als de omvang van de noodzakelijke reparatie van de respectievelijke balansverhoudingen.

Het koersherstel in Nederlandse small- en midcaps ging echter gepaard met verhoudingsgewijs geringe handelsvolumes, zodat vraagtekens kunnen worden gezet bij de duurzaamheid van dit herstel. Wij hebben in bescheiden mate gebruik gemaakt van de gestegen koersen om de liquide positie iets te verhogen.

Per 31 maart 2008 was voor een bedrag van ruim € 42 miljoen belegd in 24 ondernemingen. Per 1 april bedraagt de omvang van het beheerd vermogen bijna € 43 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 98% van het vermogen is belegd.

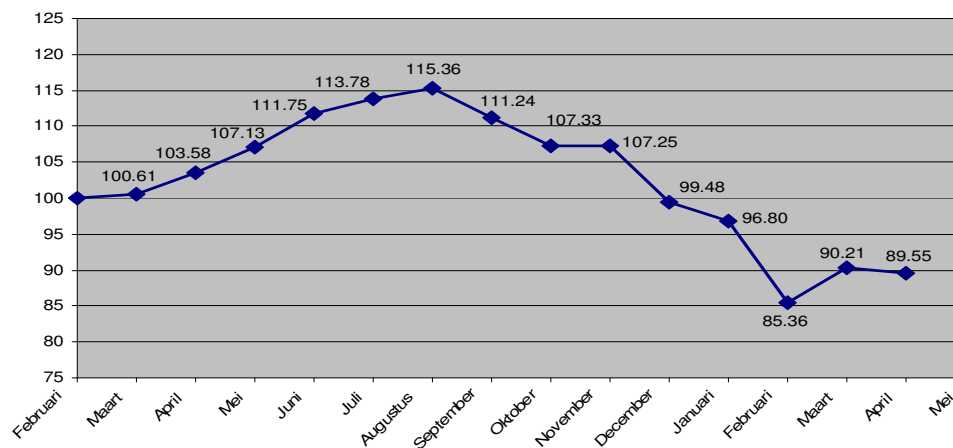
De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie per 1 april 2008	€ 89,55
Fondsvermogen per 1 april 2008	€ 42.998.776
Aantal uitstaande participaties per 1 april 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	-0,73										-7,48	-10,45

Intrinsieke Waarde



Mutaties in de portefeuille

De mutaties in de portefeuille waren beperkt in aantal en omvang. Het gecombineerde belang in de retailers **Beter Bed Holding** en **Macintosh Retail Group** werd verkleind, vanwege de verwachting dat de consumentenbestedingen dit jaar zullen lijden onder de lagere groeivoorzichten. Niettemin handhaafden wij een basispositie in beide ondernemingen. De dividendrendementen bedragen namelijk een vorstelijke 7,8% voor Beter Bed en 5,0% voor Macintosh.

De aankoopprogramma's in **Sligro Food Group**, **ICT Automatisering** en **Koninklijke Wessanen** werden voortgezet. Op lage koersniveaus werden de posities in **Wavin** en **Exact Holding** enigszins vergroot. Terzake Exact was de koersdruk een direct gevolg van de mislukte overnamegesprekken met private equity investeerders om een bieding en vervolgens een beursexit te bewerkstelligen. Als gevolg van het niet doorgaan van dit scenario verdween de overnamepremie uit de koers, hetgeen tot een waardedaling van 15% leidde. Wij menen dat deze koersdaling tot een zeer aantrekkelijke waardering van Exact Holding heeft geleid. Uitgaand van een conservatief scenario mag worden verwacht dat de winst per aandeel dit jaar met 10% kan stijgen tot € 1,75 (2007: € 1,59). Omdat Exact de volledige winst als contant dividend uitkeert, bedraagt het dividendrendement 7,26%. Binnen 14 maanden zal de dividendstroom in totaal (€ 0,83 slot + € 1,75 =) € 2,58 bedragen, zodat op jaarbasis bij de huidige koers van € 21,90 een rendement van 10% in beeld komt. Dit rendement wordt daadwerkelijk gerealiseerd als de koers van Exact Holding op de ex-dividenddatum – 15 mei 2009 – nog steeds € 21,90 noteert. Bij een hogere beurskoers voldoet het aandeel Exact al snel aan onze interne rendementsdoelstelling van 15% per jaar.

Tenslotte werd op een kleine positie in **Smit Internationale** een aantrekkelijk arbitrage resultaat gerealiseerd.

Bedrijfsnieuws

Bij onze grootste deelneming **Nedap** trad directievoorzitter Ton Westendorp per 1 maart jl. na 22 jaar terug vanwege het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd. Zijn mededirectieleden, de heren Ruben Wegman en Wim Badenhop, blijven aan en zullen gezamenlijk de directie in nauw en collegiaal overleg gaan voeren. Beiden zijn reeds sinds 2002 directielid, zodat de continuïteit van de onderneming niet ter discussie staat. Niettemin is het aannemelijk dat op termijn de accenten binnen Nedap iets meer in de richting van een strakkere financiële budgettering en rapportage gaan, waarmee de transparantie van strategie en resultatenvorming zou worden verbeterd. Over 2007 boekte Nedap een 15% hogere netto winst van € 14,3 miljoen op een met 5% gestegen omzet van € 145,8 miljoen. Voor dit jaar mag een voortgang van de winstgroei worden tegemoet gezien. Wij taxeren vooralsnog een winst per aandeel van € 2,33 (2007: € 2,12), waarvan traditioneel 90% als contant dividend wordt uitgekeerd. Op een recente koers van € 28,50 bedraagt de koers/winstverhouding zodoende ruim 12 en komt het dividendrendement op een stevige 7,4%.

2007 was een uitstekend jaar voor **Koninklijke BAM Groep**, de netto winst bij de Bunnikse bouwgroep kwam uit op € 349 miljoen tegen € 137 miljoen in 2006. Gecorrigeerd voor de boekwinst op de verkoop van de Amerikaanse wegenbouwer Flatiron van € 72 miljoen kwam het resultaat uit op € 277 miljoen. Het resultaat overtrof de taxaties van analisten, mede door een lagere belastingdruk van 18% (2006: 39,2%). Wel conform de verwachtingen was de turnaround in Duitsland. BAM Deutschland realiseerde een bescheiden winst van circa € 1 miljoen, waarmee de lange reeks van fors verlieslatende jaren lijkt te zijn afgesloten. Gelet op de kwaliteit van de huidige orderportefeuille wordt in 2008 wederom een positief resultaat verwacht. Het resultaat vóór belastingen van de Groep kwam uit op € 356 miljoen, zodat op een groepsomzet van € 8.954 miljoen een marge van 4% werd gerealiseerd (2006: 2,7%). In positieve zin onderscheidden zich consultancy en engineeringbedrijf Tebodin (13% marge) en de 21,5%-deelneming in baggergroep Van Oord die een winstbijdrage van € 39,5 miljoen (2006: € 23,9 miljoen) leverde. BAM overweegt verkoop van het Van Oord-belang, hetgeen vermoedelijk in de tweede helft van

dit jaar zal worden gerealiseerd. Verkoop zal tot een substantiële boekwinst en cashinflow leiden en eens te meer het aantrekkelijke karakter van een belegging in BAM Groep onderstrepen. De vooruitzichten voor 2008 en verdere jaren zijn onveranderd gunstig te noemen. De orderportefeuille was per ultimo 2007 met ruim 12% gestegen in vergelijking met de stand een jaar eerder (€ 13,8 miljard vs € 12,2 miljard – exclusief Flatiron). Een kwart van deze stijging was het gevolg van de bijdrage van vorig jaar verrichte acquisities. Het negatieve effect van valutakoersverschillen op de orderportefeuille bedroeg circa 4%, voornamelijk als gevolg van de depreciatie van het Britse pond. De procentuele groei van de orderportefeuille in 2007 was het sterkst in België, maar ook in Nederland en het Verenigd Koninkrijk is de orderportefeuille aanmerkelijk toegenomen. Naar verwachting wordt van de totale orderportefeuille € 7,5 miljard in 2008 uitgevoerd en € 6,3 miljard in latere jaren. Voor 2008 is daarmee ruim 80% van de verwachte omzet in portefeuille. Volgens BAM is de kwaliteit van de orderportefeuille licht verbeterd ten opzichte van de stand ultimo 2006. De Groep verwacht over 2008 een omzet te behalen van circa € 9 miljard en acht een nettowinst van tenminste € 250 miljoen haalbaar. Deze prognose werd door analisten algemeen als conservatief beoordeeld, maar is voor BAM-begrippen een normale eerste aanzet van het nieuwe jaar. In de komende maanden is een geleidelijke verhoging van de winstprognose aannemelijk, zodra een groter aantal werken is afgeleverd. Wij taxeren een winst per aandeel 2008 van € 2,30 (2007: € 2,15), waarmee de aandelen een bescheiden koers/winstverhouding van 6,3 maal doen. Het dividend werd verdubbeld van € 0,45 naar € 0,90, deels vanwege het doorgeven van (een deel van) de boekwinst op de verkoop van Flatiron. Echter, ook over 2008 anticiperen wij op een extra dividenduitkering vanwege de voorziene verkoop van het belang in Van Oord. Derhalve heeft het dividendrendement van thans 6% een wederkerend karakter. Op grond van de goede resultaten en gunstige perspectieven voor de komende jaren hebben wij de positie in BAM Groep in maart uitgebreid tot derde grootste holding in de portefeuille.

Detacheerder **DNC De Nederlanden Compagnie** presteerde overtuigend in 2007. Er werd een netto winst van bijna € 4,2 miljoen behaald, waarmee ten opzichte van het boekjaar 2006 een toename van 125% werd gerealiseerd. De omzet steeg in 2007 naar ruim € 66 miljoen (2006: € 38,5 miljoen). Ter illustratie, indien de in 2007 geacquireerde ondernemingen voor het volle boekjaar worden meegenomen, zou de geconsolideerde omzet op jaarbasis bijna € 79 miljoen met een resultaat na belasting van € 6,5 miljoen hebben bedragen. Voor het lopende jaar wordt, rekening houdend met beperkte acquisities, een verdere omzettoename tot € 100 miljoen met een winst per aandeel van circa € 1,60 voorzien. Hierbij is reeds rekening gehouden met een verdere uitbreiding van het aandelenkapitaal met circa 10% in de loop van het boekjaar 2008. DNC keert voor het eerst in haar bestaan dividend uit en wel € 0,50 per aandeel plus een stockdividend van 2,5%. De aandelen DNC noteren al enige tijd rond de € 10,- op welke koers 6,25 maal de getaxeerde winst voor dit jaar wordt betaald en het dividendrendement op 5% (uitsluitend op basis van de cashcomponent) uitkomt. Naar ons inzicht worden de aandelen DNC momenteel te laag gewaardeerd door de markt en is in de loop van dit jaar een re-rating waarschijnlijk.

Waar DNC een precieze prognose geeft van de jaarwinst in 2008 laat collega **USG People** dit vooral nog achterwege gezien de huidige onzekere omstandigheden. Deze voorzichtigheid heeft alles van doen met het feit dat 2007 wederom een recordjaar voor USG People was. De jaaromzet steeg met 9,9% tot € 3,9 miljard, terwijl de EBITA met 15,3% toenam en uitkwam op € 260 miljoen; de EBITA-marge bedroeg 6,7% (2006: 6,4%). De winst per aandeel bedroeg € 2,21 (2006: € 1,78), een stijging van 24%, en het dividend per aandeel werd verhoogd van € 0,72 naar € 0,81 (+13%). Nu de verwachtingen voor de economische groei in de eurozone, het werkteerterrein van USG People, naar beneden worden bijgesteld en de krapte op de arbeidsmarkt in de volwassen markten (Benelux, Frankrijk) nog toeneemt, is het aannemelijk dat de groei in de uitzendmarkten zal afnemen. Nochtans menen wij dat dit krimpende element goeddeels aan de resultatenvorming van USG People voorbij zal gaan in 2008. De groep heeft namelijk in de volwassen markten een sterke positie in het laatcyclische midden- en kleinbedrijf en groeit sterk buiten de Benelux. Daarnaast heeft USG People in de Benelux (65% van de groepsomzet, 94% van de EBITA) met haar multibrand portfolio een brede spreiding van haar activiteiten,

waaronder veel laatcyclische veelal specialistische diensten. Hierdoor is USG People beter bestand tegen veranderingen in de conjunctuur dan veel van haar concurrenten. Daarnaast versterkte de groep haar positie op de Duitse groeimarkt via de acquisitie van Allgeier Zeitarbeit. Deze overname voegt € 200 miljoen omzet toe, waarbij Allgeier kan beschikken over een kantorennetwerk van 100 vestigingen met een bestand van circa 6.000 cliënten. Net als bij USG People ligt de focus van de activiteiten op het midden- en kleinbedrijf. De overnameprijs bedroeg circa € 175 miljoen, hetgeen neerkomt op ongeveer 8,5 maal de historische jaarwinst. De betaling is deels gegoten in een driejarige earn-out, zodat het succesvolle management betrokken blijft bij de verdere groei van Allgeier. Wij taxeren voor 2008 een winst per aandeel van € 2,40, waarmee de aandelen USG People thans een koers/winstverhouding van 6,6 doen en het dividendrendement op 5,1% komt.

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde fraaie jaarcijfers 2007 die op groepsniveau conform de marktconsensus waren. De omzet steeg met 16% tot € 580 miljoen, terwijl de EBIT met 45% toenam tot € 51,2 miljoen. De Nederlandse activiteiten presteerden uitzonderlijk sterk: de omzet steeg met 18% tot € 138,1 miljoen, waarop een brutomarge van 40,2% (2006: 38,7%) werd gerealiseerd. Daarentegen bleef de performance van Brunel Energy wederom achter bij de marktverwachtingen. De omzet nam met 13% toe tot € 287,3 miljoen, maar de brutomarge verslechterde van 11,3% tot 10,9%. Het management verwacht voor het lopende jaar echter een margeverbetering in dit segment, nu de noodzakelijke organisatorische aanpassingen zijn doorgevoerd. Brunel is internationaal marktleider op energiegebied en zou uit dien hoofde een 50% hoger bedrijfsresultaat uit deze activiteit dienen te genereren. Indien deze turn around succesvol wordt afgerond is de huidige beurskoers van Brunel in alle opzichten te bescheiden gewaardeerd. Brunel is van alle detacheerders het meest uitgesproken in haar vooruitzichten voor 2008: er wordt een significante groei van omzet en resultaat voorzien. Wij taxeren voor dit jaar een winst per aandeel van € 1,90 (2006: € 1,59). Over 2007 wordt een contant dividend van € 0,70 voorgesteld. Op minder dan 9 maal de verwachte winst 2008 en een dividendrendement van ruim 4% achten wij het aandeel Brunel International een waardevol bezit.

DPA Flex Group vormde een dissonant in de detachings- en uitzendsector. Weliswaar werd in 2007 een verbetering van het bedrijfsresultaat gerealiseerd van € 4,5 miljoen tot € 5,8 miljoen, echter de omzetstijging bleef beperkt tot slechts 6% - van € 79,5 miljoen tot € 84,3 miljoen. In het eerste halfjaar bedroeg de omzetgroei nog 7%. Traditioneel is het tweede halfjaar beter dan het eerste, doch vorig jaar stagneerde de omzet met name in november en december. Deze stagnatie werd vooral veroorzaakt door de afgenomen vraag naar extern personeel binnen de financiële instellingen in Nederland. DPA Nederland is binnen deze sector sterk vertegenwoordigd. De gevolgen van de kredietcrisis, alsook die van de integratie van ABN AMRO in de Fortis-organisatie waren duidelijk merkbaar. Daarnaast was er een eenmalige last van € 4,1 miljoen, hoofdzakelijk als gevolg van het staken van de Spaanse activiteiten. Dientengevolge resteerde een netto resultaat van slechts € 0,7 miljoen, ofwel € 0,07 per aandeel. Peter Smit, voorzitter van de Raad van Bestuur, kondigde aan per 1 juli a.s. terug te treden na 18 jaar de onderneming te hebben geleid. Een opvolger was op het moment van schrijven van dit maandbericht, nog niet bekend. In verband met de dynamische ontwikkelingen binnen de (financiële) markten vindt DPA het te prematuur om verwachtingen voor 2008 uit te spreken. Wij menen dat de resultaten zich dit jaar zullen herstellen, maar dat dit herstel vermoedelijk minder sterk zal zijn als onder normale marktomstandigheden mogelijk zou zijn. Wij hanteren een winst per aandeel van € 0,25, waarmee de aandelen DPA Flex Group op een koers van € 4,70 op bijna 19 maal de getaxeerde winst worden verhandeld. Na het aangekondigde vertrek van Peter Smit herstelde de koers vanaf een laagste stand van € 4,- op overnamespeculatie. Het is onzes inziens niet uit te sluiten dat DPA Flex Group in de vigerende consolidatieslag in de uitzend/detachingssector wordt overgenomen door een winstgeverder en evenwichtiger collega.

TKH Group (Twentsche Kabel Holding) rapporteerde fraaie resultaten over 2007. De omzet steeg met 22,2% naar € 837,8 miljoen, waarvan 11% autonoom. Het bedrijfsresultaat steeg met 18,4% naar € 63,4 miljoen. De netto winst liep met 27,5% op tot € 45,1 miljoen. TKH verrichtte in 2007 acht overnames waardoor de strategische

positie van de groep belangrijk werd versterkt. TKH verwacht voor 2008 een groei van omzet en resultaat, hetgeen mede mogelijk is door een voorzien rendementsherstel in de Machinegroep. De omzet van deze groep steeg vorig jaar met 19,1% tot € 145,9 miljoen (2006: € 122,5 miljoen), maar het bedrijfsresultaat daalde met 41,6% van € 12,6 miljoen tot € 7,4 miljoen. Dit was het gevolg van investeringen in het bandenbouwsegment waar in de aanloopfase veel extra kosten moesten worden gemaakt voor de productie van prototypes. Deze aanloopfase is nu afgerond, waarmee de winstgevendheid terug zal keren naar het oude, hogere niveau. Wij taxeren voor het lopende jaar een winst per aandeel van € 1,50 (2007: € 1,31), zodat de aandelen TKH Group momenteel op 10 maal de getaxeerde winst voor dit jaar worden gewaardeerd. Op basis van het aangekondigde dividend van € 0,66 per aandeel komt het dividendrendement op 4,4%. Wij menen dat het volledige potentieel van TKH Group nog bij lange na niet is verdisconteerd in de huidige beurskoers en hanteren een doelkoers van € 20,-, hetgeen een opwaarts koerspotentieel van ruim 33% impliceert.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 april 2008 betreffen:

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

Vooruitzichten

Begin april werd gekenmerkt door een betrekkelijk gunstig koersverloop. De signalen van de zijde van de ondernemingen uit onze portefeuille blijven over het algemeen positief van toonzetting, zij het dat in de bijbehorende commentaren wel een voorschot wordt genomen op een mogelijke groeivertraging later dit jaar. Vooral nog stevenen de door ons geselecteerde aandelen af op een hogere winst per aandeel in het lopende boekjaar. De waarderingen van deze aandelen zijn, na de forse koerscorrecties van de laatste maanden, bescheiden in historisch perspectief. Het gegeven dat het Add Value Fund de komende twee maanden het overgrote deel van de dividenden over het boekjaar 2007 gaat ontvangen, draagt bij aan de merites van het fonds. Op dit moment bedraagt het gewogen dividendrendement op de portefeuille 3,5%. Omdat wij ervan uitgaan dat de meeste ondernemingen hun dividend over 2008, te betalen in 2009, ten minste zullen handhaven, impliceert dit dat de komende 14 maanden een dividendrendement van circa 7% op de portefeuille van het Add Value Fund kan worden genoten, uitgaande van stabiele koersen over deze periode. Een interessant instapmoment, zo dunkt ons.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

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

11 april 2008