

MAANDBERICHT OVER APRIL 2009

Inleiding

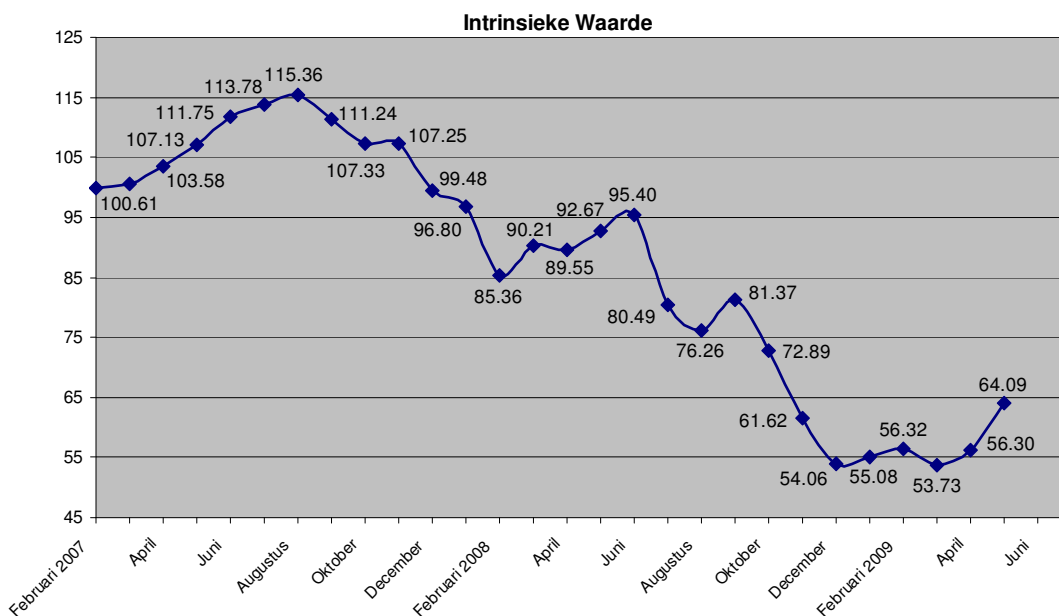
Onder aanvoering van de financiële waarden voltrok zich in april een krachtig technisch koersherstel. De AEX-index steeg 11% naar 240,76, de Amsterdam Midkap Index kon zelfs 17,8% laten bij schrijven op 344,07 en de Amsterdam Smallcap Index herstelde 10% op 336,83. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg van € 56,30 naar € 64,09, een toename van 13,8%. Year-to-date bedraagt de waardeinstijging 16,4%. Per 30 april was voor een bedrag van € 29,2 miljoen geïnvesteerd in 23 ondernemingen. Per 1 mei 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 31,8 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 92% van het fondsvermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 1 mei 2009	€ 64,09
Fondsvermogen per 1 mei 2009	€ 31.772.178
Aantal uitstaande participaties per 1 mei 2009	495.743

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	-	+0,6	+2,9	+3,4	+4,3	+1,8	+1,4	-3,6	-3,5	0,0	-7,2	-2,7	-3,20	-3,20
2008	-11,8	+5,7	-0,7	+3,5	+2,9	-15,6	-5,3	+6,7	-10,4	-15,5	-12,3	+1,9	-43,10	-44,92
2009	+2,2	-4,6	+4,8	+13,8									+16,36	-35,91



Mutaties in de portefeuille

Het saldo liquiditeiten werd in de verslagmaand licht verhoogd. Dit was enerzijds het gevolg van de cashflow uit dividendinkomsten en anderzijds door verkoop van deelbelangen in participaties die in korte tijd substantieel in waarde zijn gestegen, maar waarvan het winstmomentum nog altijd neerwaarts is gericht. In dit kader werden aantrekkelijke arbitragewinsten gerealiseerd in **Aalberts Industries, Koninklijke BAM Groep, Brunel International** en **TKH Group**. Aan de koopzijde breidden wij de belangen in **Crucell, Direct Wonen, Hunter Douglas, Imtech, LBi International, Neways Electronics** en **Unit 4 Agresso** licht uit.

Als nieuwe naam verscheen **Arcadis** in portefeuille. Dit ingenieursbureau lijkt in belangrijke mate te zullen gaan profiteren van de internationale tendens om publieke projecten versneld te gaan uitvoeren.

Bedrijfsnieuws

De beurskoers van het aandeel **Crucell** steeg in april met 6,3% van € 15,- naar € 15,94. Daarmee bedraagt de totale koerswinst dit jaar ruim 46%. Crucell is 's werelds grootste onafhankelijke producent van vaccins. Wanneer het wereldnieuws wordt gedomineerd door een dreigende griepandemie spreekt het vanzelf dat het aandeel Crucell in het middelpunt van de belangstelling staat. Crucell heeft een actief R&D-programma gericht op de preventie en behandeling van verschillende soorten griep:

- Onder het Panfluvac programma van de Europese Unie test Crucell momenteel nieuwe pandemische griepvaccins;
- Sanofi Pasteur maakt gebruik van Crucell's gepatenteerde PER.C6 technologie bij de productie van de nieuwe generatie griepvaccins;
- Crucell heeft menselijke monoklinische antilichamen ontdekt die een brede bescherming bieden tegen de zogenaamde H1 griepvariant die weer verwant is aan het thans heersende varkensgriepvirus. Het sterkste en meest beschermende van deze antilichamen wordt thans gereedgemaakt om klinisch te worden getest.

Naar verwachting wordt 2009 een topjaar voor Crucell. Dit is met name het gevolg van de laatste fase van uitlevering van het Unicef-contract voor het product Quinvaxem (vaccins tegen vijf kinderziektes) ter waarde van \$ 500 miljoen, waarmee dit jaar een omzet van naar schatting \$ 220 miljoen is gemoeid. Crucell's marktaandeel voor Quinvaxem is inmiddels gestegen van 50% eind vorig jaar naar 55%. Na de zomer komt er meer nieuws over de komende tender voor Unicef. Crucell is samen met GSK preferred supplier voor Unicef. Gezien de voorsprong in kennis en op grond van de beschikbare productiecapaciteit achten wij de kans groot dat Crucell ook na 2009 hofleverancier van Unicef blijft. De concurrentie in de tender komt voornamelijk van Indiase producenten. De Indiase markt voor Quinvaxem is trouwens enorm. Zodra India onder toezicht komt van de Verenigde Naties zou het aantal lokaal benodigde doses vaccins ruwweg verdubbelen van 110-120 miljoen naar 220-240 miljoen doses op jaarbasis. Ten opzichte van concurrent GSK heeft Crucell's Quinvaxem het voordeel dat het vaccin in één shot kan worden toegediend, waar GSK het vaccin in twee inentingen moet toedienen. Daarnaast is Crucell door haar gepatenteerde PER.C6 technologie veruit de goedkoopste producent ter wereld van anti-stoffen. PER.C6 is ontwikkeld in een joint venture met DSM Biologics. DSM heeft een enorme kennis en ervaring opgebouwd in het goedkoop produceren van onder andere penicilline. Eén gram anti-stof kostte vijf jaar geleden nog \$ 1.000,-, terwijl dat door deze technologie is teruggebracht tot slechts \$ 75,-. Doordat de productiekosten omlaag gaan en het rendement daardoor verbetert, zijn steeds meer farmaceuten geïnteresseerd in de PER.C6 technologie. Zij kunnen hierdoor veel meer en goedkoper produceren met overeenkomstig hogere marges. Crucell heeft in totaal 80 licentiecontracten met 69 licentiepartners. Ark Therapeutics (UK) is de enige licentiepartner met een product in fase 3 (laatste fase). Het betreffende product is *Trinam*, een op gen-gebaseerde geneeskunde om het blokkeren te verhinderen van aders en slagaders van nierdialyse patiënten, die

vasculaire chirurgie van de toegangsent hebben ondergaan. Dit product is ontwikkeld met behulp van Crucell's PER.C6 technologie. Inmiddels is voor *Trinam* goedkeuring aangevraagd bij de Amerikaanse Federal Drug Administration (FDA). Als *Trinam* deze goedkeuring verkrijgt, zou dit een definitieve doorbraak voor de PER.C6 technologie betekenen. Crucell maakt, naar onze schatting, aanspraak op jaarlijkse royalty-inkomsten ten bedrage van 1 tot 40% van de netto omzetten die met een goedgekeurd medicijn worden gerealiseerd. Resumerend is het middellange termijn perspectief voor Crucell onverminderd veelbelovend.

Technisch dienstverlener **Imtech** heeft van de Duitse Meyer Werft in Papenburg opdracht ontvangen voor de energiezuinige klimaattechnologie aan boord van een cruiseschip uit de zogenaamde Solstice-klasse. Dit nieuw te bouwen cruiseschip zal in de herfst van 2012 aan de eigenaar, de rederij Celebrity Cruises, worden overgedragen. De opdracht vormt het vijfde cruiseschip uit de Solstice-klasse waarbij Imtech betrokken is. De totale opdrachtsom voor deze vijf schepen bedraagt ruim € 83 miljoen. Schepen uit deze klasse hebben een gemiddelde lengte van circa 315 meter, zijn ongeveer 37 meter breed, beschikken over een passagierscapaciteit van circa 2.850 passagiers en varen met een maximumsnelheid van 24 knopen. Imtech is in Europa één van de sterkste technologie-aanbieders aan boord van cruiseschepen. Hierbij staan duurzaamheid en energiebesparing voorop. Op dit moment werkt Imtech op de Meyer Werft ook nog aan de installatie van twee andere cruiseschepen met een lengte tot bijna 350 meter, die in 2011 en 2012 worden opgeleverd. Imtech meldde voorts dat het in opdracht van het Academisch Medisch Centrum van de Universiteit van Amsterdam (het AMC), de complete technologie bij de renovatie en uitbreiding van hun energiecentrale gaat verzorgen. Deze opdracht vertegenwoordigt een waarde van circa € 26,5 miljoen. In de snelgroeiende Europese markt van *energy & environment* neemt Imtech een steeds prominenter positie in en is actief met een breed scala van activiteiten. Deze variëren van 'groene revitalisering' van gebouwen en energiebesparing tot duurzame exploitatie van energiebronnen en de opwekking van duurzame energie. Maar deze activiteiten omvatten ook technologie die een lagere uitstoot van schadelijke (broeikas)gassen en emissies, vermindering van de uitstoot van fijnstof en realisatie van schoon drink- en afvalwater bewerkstelligen. Het aandeel van *energy & environment* bedroeg in 2008 ongeveer € 960 miljoen, ofwel 25% van de totale opbrengsten van ruim € 3,8 miljard. De strategie van Imtech is erop gericht om deze prominente positie verder te versterken.

Begin april bedroeg Imtech's orderportefeuille voor het lopende jaar € 461 miljoen in vergelijking met een niveau van € 371 miljoen een jaar eerder. Deze 24% hogere portefeuille legt onze inziens een stevige basis onder onze winsttaxatie voor 2009 van € 1,85 (2007: € 1,64) die overigens 7,5% boven de consensustaxatie van € 1,72 ligt. Wij hebben ons belang in Imtech in april verder uitgebreid omdat zowel de waardering (7,1 maal de getaxeerde winst 2009 tegen de huidige beurskoers van € 13,20) als de koersperformance dit jaar (slechts +10%) ruimte laat voor een rerating van het aandeel.

Software-ontwikkelaar **Unit 4 Agresso** publiceerde een tevredenstellend bericht over de ontwikkelingen in het eerste kwartaal van dit jaar. Alhoewel historisch gezien de operationele resultaten in dit kwartaal slechts een geringe indicatie geven van het jaartotaal, constateerde het management dat de resultatenontwikkeling in lijn met de verwachtingen lag. De totale omzet steeg met 7% naar € 91,0 miljoen. Pro forma (d.i. aangepast op basis van constante valuta en inclusief CODA over de periode 1-1-2008 t/m 25-2-2008) daalde de omzet met 2%. De wereldwijde kredietcrisis had in het eerste kwartaal met name een impact op de licentieverkopen. Deze liepen sterk terug, vooral in de private sector in het Verenigd Koninkrijk en Spanje. De publieke sector, inclusief onderwijsinstellingen, in het Verenigd Koninkrijk liet echter nog steeds een gezond activiteitsniveau en een sterke pijn zien. In beide genoemde landen zijn verdere reorganisatiemaatregelen genomen om het operationele resultaat in stand te kunnen houden. Andere geografische gebieden, zoals de Benelux, Zweden, Noorwegen en Duitsland, lieten ondanks de crisis een groei in operationele resultaten zien. De brutomarge steeg van 88,4% in 2008 Q1 naar 91,1% in 2009 Q1, onder meer door een lagere inhuur van derden. De EBITDA steeg met 19% naar een bedrag van € 10,2 miljoen (2008: € 8,6 miljoen), ondanks € 2,7 miljoen reorganisatielasten die

begin 2009 genomen zijn. De verwachting is dat deze reorganisatiekosten tot verdere besparingen in 2009 zullen leiden. Exclusief reorganisatiekosten steeg de EBITDA-marge in het eerste kwartaal naar een niveau van 14,2% (2008 Q1: 9,9%). De financiële positie van Unit 4 Agresso aan het eind van het eerste kwartaal is volgens het management verantwoord te noemen, ook vanwege de vooruit ontvangen bedragen vanuit onderhoudscontracten. De convenanten vanuit de lening zijn aan het eind van het kwartaal opnieuw ruimschoots gehaald. Door de combinatie van kostenmaatregelen en pijplijn-ontwikkeling, waarbij een accent zal liggen op het vierde kwartaal, houdt het management vast aan de uitspraak dat de operationele winst (EBITDA) over 2009 ten minste gelijk zal zijn aan die van 2008. Wij hanteren voor geheel 2009 een taxatie van de geschoonde winst per aandeel van € 1,20 (2008: € 1,15), waarmee de aandelen Unit 4 Agresso tegen de huidige beurskoers van € 11,20 op 9,3 maal de getaxeerde winst bescheiden gewaardeerd zijn.

Wij hebben het belang in **Koninklijke BAM Groep** (bouw, ontwikkeling en ingenieursdiensten) in de verslagmaand enigszins afgebouwd. Naar aanleiding van onze bevindingen op de jaarvergadering moeten wij concluderen dat de winstgevendheid bij Nederlands meest toonaangevende bouwgroep tot diep in 2010 onder druk zal blijven staan. Wij hebben er vertrouwen in dat BAM over 2009 een alleszins acceptabel resultaat zal weten te behalen op grond van een nog goed gevulde orderportefeuille en sluiten zelfs niet uit dat de consensus-taxatie van € 1,36 per aandeel (2008: € 1,96) zal worden overtroffen. Dit omdat er op het punt van margeverruiming kansen liggen nu onderaannemers, die gemiddeld 70% van de uitvoering van bouwprojecten van BAM voor hun rekening nemen, als gevolg van de recessie hoogstwaarschijnlijk tegen gunstiger tarieven kunnen worden ingehuurd. Daar tegenover staat echter een toegenomen risico. Enerzijds vanwege een mogelijk volgende impairment op ontwikkelingsdochter AM, die reeds in 2008 een bedrag van € 50 miljoen vergde en bovendien fiscaal niet aftrekbaar is. Anderzijds vanwege de internationale financieringsproblematiek die de haalbaarheid van veel projecten ondermijnt. Vooralsnog gaan wij uit van een winst per aandeel van € 0,80 voor 2010, waarmee de aandelen tegen de huidige koers van € 7,80 niet langer ondergewaardeerd lijken.

Een negatief winstmomentum geldt eveneens voor **TKH Group**. In het eerste kwartaal van 2009 daalde de omzet met 26,1% naar € 188,5 miljoen (2008 Q1: € 255,2 miljoen), waarvan 7,3% door gedaalde grondstofprijzen. Voorraadafbouw door klanten en een strengere winterperiode hadden een sterk negatieve invloed op de omzet en het resultaat in de maanden januari en februari. Vanaf maart was een resultaatverbetering zichtbaar doordat het voorraadiniveau bij klanten zich stabiliseerde. Daarnaast werden de effecten van de maatregelen om de organisatie aan te passen aan de marktomstandigheden zichtbaar met gerealiseerde kostenbesparingen van ruim € 6 miljoen in het eerste kwartaal. De komende maanden zal er een verdere focus zijn op kostenbesparingen, waarbij TKH overigens een open oog blijft houden voor innovaties en het verwerven van nieuwe marktposities. Met name door de omzetzijging en het daarmee wegvallen van de kostendekking daalde de EBITDA met 72,6% van € 20,1 miljoen in 2008 Q1 naar € 5,5 miljoen in 2009 Q1. In deze teruggang van de EBITDA in 2009 Q1 is een negatief effect van € 2,2 miljoen begrepen vanwege de sinds 2008 Q4 gedaalde grondstofprijzen. In maart verbeterde de EBITDA door de effecten van de gerealiseerde kostenbesparingen en de stijging van de omzet ten opzichte van januari en februari. Alle drie de solutions segmenten – Telecom, Building en Industrial – realiseerden in 2009 Q1 een positieve EBITA. In procenten van de omzet daalde de EBITA (Return on Sales) naar 2,9% (2008 Q1: 7,9%). De netto winst verschrompelde van € 11,5 miljoen tot € 1,1 miljoen (-90,8%). De eerder aangekondigde afbouw van de schuldpositie met tenminste € 50 miljoen per jaarultimo 2009, voornamelijk door werkkapitaalreductie en een substantieel lager investeringsniveau, verloopt volgens plan. Om de kosten beter in lijn te brengen met de lagere omzet en vanwege een herstructurering binnen de business segmenten Building en Industrial Solutions zal TKH dit jaar een bijzondere last nemen van naar verwachting € 15 miljoen. De belangrijkste maatregelen worden getroffen binnen het segment manufacturing systems. Het portfolio van systemen zal worden teruggebracht, hetgeen een impairment tot gevolg zal hebben. In dit kader zullen de productielocaties van het segment manufacturing systems worden geconcentreerd in Nederland en China. Deze

herstructurering zal de kosten op jaarbasis met € 25 miljoen reduceren. Wij taxeren een winst per aandeel 2009 van € 0,85 (2008: € 1,46), waarmee wij ruim 15% onder de marktconsensus zitten. De kapitaalsintensieve sectoren waarin TKH Group opereert hebben het momenteel zeer moeilijk, hetgeen zich vertaalt in een stevige margedruk. Tegen de huidige beurskoers van € 9,80 wordt 11,5 maal de verwachte winst voor de aandelen TKH betaald. Gezien de sterke financiële- en marktpositie van de groep achten wij dit een faire waardering. Echter, wij hebben het belang in de verslagmaand gereduceerd, omdat een veel hogere waardering binnen afzienbare termijn naar onze mening niet waarschijnlijk is.

Op de jaarvergadering van **Aalberts Industries** werd duidelijk dat eindmarkten zich nog niet wezenlijk herstellen. Het aantal werknemers wordt geleidelijk teruggebracht, waarbij de teller inmiddels op min 1.400 staat. De hiermee gepaard gaande kosten worden niet specifiek vermeld, maar rechtstreeks ten laste van het resultaat gebracht. Aalberts Industries (AI) publiceert geen kwartaalcijfers, maar, analoog aan TKH Group, zullen de eerste drie maanden van 2009 een substantiële winstdaling hebben laten zien. Ook hier heeft de combinatie van voorraadafbouw bij eindafnemers, margedruk door nog hoge grondstofkosten en uitstel van orders door het niet verkrijgen van financiering een bres in omzet en resultaten geslagen. Ofschoon er niet direct een risico is dat de convenanten worden doorbroken – net debt/EBITDA was 2,9 per jaarultimo 2008 waar 3-3,5 naar verluidt gemiddeld is toegestaan – houden wij toch rekening met een emissie later dit jaar. Deze zal vermoedelijk worden gepresenteerd in combinatie met een acquisitie (de Verenigde Staten werden wederom genoemd als een gebied waar AI nog is ondervertegenwoordigd) zodra de prijzen naar een nog aantrekkelijker niveau zijn afgekomen. Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel 2009 van € 0,50 (2008: € 1,02), waarmee de aandelen thans op ruim 13 maal deze winst worden verhandeld. Het aandeel AI was met een koersstijging van 43,6% een der sterkste performers in april. Tijdens de vergadering bezwoer topman Jan Aalberts dat zijn onderneming sterker uit deze recessie tevoorschijn zal komen. Wij hebben met het oog op het negatieve winstmomentum op korte termijn, de weging van het belang in AI in april licht teruggebracht.

De definitieve jaarwinst van **Amsterdam Commodities** (Acom) bleek € 0,2 miljoen hoger te zijn uitgekomen dan een maand eerder werd gerapporteerd. Daarmee kwam het resultaat over 2008 uit op € 8,7 miljoen, slechts fractioneel onder het recordresultaat van € 8,8 miljoen uit 2007. Per aandeel bleef de winst stabiel op € 0,54, waaruit een onveranderd dividend van € 0,35 per aandeel wordt betaald. De beurskoers van Acom steeg in april met 17,5% van € 3,65 naar € 4,29. Tegen deze beurskoers wordt 8 maal de winst voor de aandelen betaald en bedraagt het dividendrendement 8,2%. Voor dit jaar waarschuwt het management voor de gevolgen van de recessie: “hoewel voeding hier traditioneel minder gevoelig voor is, merken we toch een vertraging in de verkopen. De vraag naar natuurrubber heeft op haar beurt ernstig te lijden onder het bijna stilvallen van de autoindustrie in Europa en de Verenigde Staten. Een langdurige periode van mindere vraag en lage prijzen, gecombineerd met minder volatiliteit kan gevolgen hebben voor het niveau van omzetten en winsten in het huidige boekjaar.” Wij hanteren een winst per aandeel 2009 van € 0,45 (-17% t.o.v. 2008) en een € 0,05 lager dividend van € 0,30 per aandeel. De aandelen vormen op grond van het aantrekkelijke dividendrendement een middelgrote participatie van het Add Value Fund.

Technisch textielproducent **Koninklijke Ten Cate** boekte een licht lagere omzet in het eerste kwartaal van 2009 van € 203 miljoen (2008 Q1: € 209 miljoen), waarbij de EBITDA terugviel van € 13,4 miljoen naar € 7,5 miljoen en het netto resultaat van € 7,3 miljoen naar € 1,8 miljoen. Ir Loek de Vries, CEO van Ten Cate: “Over het geheel genomen bleef de omzet vrijwel gelijk, maar liet het resultaat een daling zien. Positief is dat de toegevoegde waarde is gestegen, wat het gevolg is van gunstige prijsontwikkelingen in de markt ten opzichte van de gedaalde grondstofkosten. In navolging van het vierde kwartaal van 2008 was er een sterke focus op de beheersing van het werkkapitaal en werd de productie vooral binnen de sector Geosynthetics & Grass getemporeerd. Hierdoor ontstond een onderbezettingsverlies. Deze sector bouwt traditioneel voorraden op voor het zomerseizoen. Vanaf

maart was over het geheel gezien een duidelijk herstel waarneembaar in omzet en resultaat. Ten Cate ziet daarom het zwaartepunt van de winstontwikkeling in de tweede helft van het jaar liggen. De verwachting is dat in die periode de productiecapaciteit volledig zal worden benut. De beschermende materialen voor defensietoepassingen blijven een sterke performance tonen. Deze markten zijn minder recessiegevoelig omdat deze producten in relatie staan tot veiligheid en bescherming van militairen in risicogebieden, wat een hoge prioriteit heeft. Deze omzet vormt daardoor een solide basis. Bij de overige activiteiten hadden de huidige economische ontwikkelingen in de wereld een drukkend effect op de omzet in de eerste maanden, vooral door de afbouw van voorraden bij afnemers. Over het algemeen bieden de markten waarin Ten Cate opereert goede perspectieven en laten stimuleringsplannen van overheden al de eerste positieve signalen zien. Daardoor zal Ten Cate in infrastructurele projecten met haar duurzame geotextielen en geosystemen, zoals Ten Cate Geotube, wereldwijd goed kunnen scoren, vooral op het gebied van watermanagement en wegenbouw. Voor Ten Cate's kunstgrasactiviteiten zijn de perspectieven gunstig en biedt de versterking van Ten Cate's marktpositie via allianties met marktpartijen nieuwe kansen." Wij taxeren een winst per aandeel 2009 van € 2,10 (2008: € 2,18), waarmee de aandelen Ten Cate tegen de huidige beurskoers van € 15,70 een bescheiden waardering van 7,5 maal deze verwachte winst doen. Wij hebben de participatie in Ten Cate in april uitgebreid gezien de aantrekkelijke waardering en de tot dusver zwakke koersperformance in het lopende jaar: -2,2%.

De omzet van de **Sligro Food Group** over het eerste kwartaal van 2009 beliep € 518 miljoen, een afname van € 0,2 miljoen of 0,4% ten opzichte van de omzet van € 520 miljoen in 2008 Q1. Autonoom nam de omzet in het eerste kwartaal echter met 4,1% toe. De Foodservice omzet steeg met 3,1% van € 328 miljoen tot € 338 miljoen. De Foodretail omzet daalde weliswaar met 6,2% van € 192 miljoen tot € 180 miljoen, maar dit was uitsluitend het gevolg van de omzet die betrekking had op aan Spar Holding en anderen overgedragen vestigingspunten. De toename van de identieke consumentenomzet in de Golf- en EM-TÉ supermarkten in het eerste kwartaal beliep 4,9%. Daarmee presteerden de Sligro-formules beter dan de markt in zijn geheel. Voor geheel 2009 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,70 (2008: € 1,63). Wij beschouwen de aandelen Sligro Food Group als een aantrekkelijke defensieve belegging tegen de huidige beurskoers van € 17,35.

LBI International, digitaal marketing en technologie bureau, rapporteerde over het eerste kwartaal van 2009 een omzetzak van 8,5% van € 37,8 miljoen naar € 34,6 miljoen, waarvan 3,6% het gevolg was van valutainvloeden. Deze teruggang was het gevolg van een dalende vraag en langere besluitvormingsprocessen bij orderaanvragen in de Verenigde Staten en Europa. Door kostenbesparingsprogramma's en portfolio rebalancing slaagde LBI erin de marges niet alleen in stand te houden, maar zelfs te verbeteren. Op vergelijkbare basis steeg de EBITDA van € 2,2 miljoen naar € 3,8 miljoen (+76%). De EBITDA-marge steeg derhalve van 5,7% naar 10,9%. LBI kondigde eerder reeds een reorganisatie aan die een herstructureringslast van € 3,8 miljoen vergt, het aantal werknemers met circa 9% vermindert en op jaarbasis de kosten met meer dan € 9 miljoen verlaagt. Het netto resultaat over 2009 Q1 kwam daarmee uit op een verlies van € 2,5 miljoen (2008 Q1: - € 0,7 miljoen). Wij menen dat het management van LBI, onder leiding van CEO Luke Taylor, tijdig de juiste maatregelen heeft genomen om de onderneming door de recessie te leiden met behoud van een toonaangevende internationale marktpositie. De koersreactie op de publicatie van het kwartaalbericht was dan ook positief: in de maand april steeg de koers van LBI met 27% van € 1,09 naar € 1,39.

De wereldwijde economische crisis heeft de omzetontwikkeling van **Exact Holding** beïnvloed en heeft geresulteerd in een daling van de licentieomzet gedurende het eerste kwartaal van 2009. Verkooptrajecten met nieuwe klanten werden het meest beïnvloed als gevolg van voortdurend uitstel van aankoopbeslissingen, verkopen aan bestaande klanten werden aanzienlijk minder beïnvloed. De moeilijke marktomstandigheden waren vooral merkbaar in de Verenigde Staten en Canada, de omzetontwikkeling elders ontwikkelde zich conform de verwachtingen van het management. Omdat het bestuur van Exact reeds begin vorig jaar heeft geanticipeerd op

deze omzetontwikkeling, is de kostenstructuur inmiddels volledig aangepast aan de lagere omzetniveaus. Hierdoor bleef de EBITDA op peil in vergelijking met dezelfde periode van 2008. Tevens was er extra aandacht voor het cash management. Dit heeft geleid tot een sterke cashflowontwikkeling in 2009 Q1 en een gezond kassaldo per ultimo maart jl. Wij handhaven de taxatie van een winst per aandeel van € 1,45 voor 2009 (2008: € 1,54), waarbij Exact wederom de gehele winst als contant dividend zal uitkeren. Tegen een beurskoers van € 15,50 wordt alsdan ruim 10,7 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Exact betaald en komt het dividendrendement op een aantrekkelijke 9,3%.

Detacheerder **DPA Groep** maakte bekend dat het een onderhandse plaatsing van aandelen is overeengekomen met enkele bestaande aandeelhouders ter grootte van € 2,2 miljoen, tegen een koers van € 2,- per aandeel die het aantal aandelen met 9,9% zal doen toenemen. Met deze kapitaalsinjectie is DPA in staat het jaar 2009 te overbruggen om vervolgens in 2010 weer overtuigend winstgevend te kunnen gaan opereren. De koers van het aandeel steeg 44% in april van € 1,88 naar € 2,70 bij overigens geringe beursomzetten. Wij houden een klein belang (1,4% van de portefeuille) in DPA Groep.

De omzet van **Beter Bed Holding** over het eerste kwartaal van 2009 bedroeg € 92,2 miljoen. Dit is een daling van 3,9% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2008 toen de omzet € 96,0 miljoen bedroeg. De netto winst kwam uit op € 5,4 miljoen (2008 Q1: € 7,9 miljoen). Hogere inkooprijzen werkten nog door in het eerste kwartaal van 2009. Desondanks kon de bruto marge worden verbeterd van 53,3% in 2008 Q1 naar 53,5% in 2009 Q1. Door de groei van het aantal winkels van 969 per eind maart 2008 naar 1.040 per eind maart 2009 (+7,3%) namen de totale operationele kosten toe van € 40,4 miljoen in 2008 Q1 naar € 41,7 miljoen in 2009 Q1. Door een stringent kostenbeleid konden de gemiddelde kosten per winkel met 4% worden verlaagd over 2009 Q1 in vergelijking met dezelfde periode van het vorig jaar. Hierdoor werd, ondanks de 12,6% daling van de omzet in vergelijkbare winkels, een bedrijfsresultaat gerealiseerd van € 7,7 miljoen, ofwel 8,3% van de omzet (2008 Q1: € 10,8 miljoen, 11,2%). Beter Bed meldde voorts dat nog steeds sprake is van een laag consumentenvertrouwen en een grote mate van terughoudendheid in het bestedingsgedrag van consumenten. Daarom houdt de onderneming vooralsnog rekening met aanhoudend moeilijke marktomstandigheden. Bovendien is het tweede kwartaal door het seizoenpatroon in de omzet het kwartaal met normaliter de laagste resultaten. Bij continuering van de omzetontwikkeling van de afgelopen maanden zal, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, over het tweede kwartaal naar verwachting een verlies resulteren van circa € 1 miljoen (netto winst tweede kwartaal 2008: € 3,0 miljoen). Voor geheel 2009 gaan wij uit van een winst per aandeel van € 0,50 (2008: € 1,03). De aandelen Beter Bed noteren tegen de huidige koers van € 8,30 alsdan ruim 16 maal de getaxeerde winst voor dit jaar. Gelet op deze stevige waardering hebben wij het bescheiden belang in Beter Bed in april enigszins verkleind. Zodra de economie tekenen van herstel gaat vertonen, voorzien wij dat de onderneming snel haar winstgevendheid kan opvoeren.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 mei 2009 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Crucell	12,7%
Imtech	8,7%
Unit 4 Agresso	6,9%
Nedap	6,7%
Brunel International	6,6%
Smit Internationale	6,1%
Koninklijke BAM Groep	6,0%
TKH Group	5,3%
HES Beheer	3,9%
Aalberts Industries	3,7%
Overige 13 ondernemingen	25,3%
Liquiditeiten en overige	8,1%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Het sentiment op de aandelenmarkt bleef opgewekt in de eerste week van mei. Daarentegen blijven de berichten van ondernemingen onveranderd terughoudend waar het de vooruitzichten voor 2009 betreft. Wij blijven dan ook rekening houden met een technische koersreactie. Daartoe houden wij 5 tot 10% van de portefeuille aan in de vorm van liquiditeiten. Anderzijds zijn de huidige koerswaarderingen in een middellang termijn perspectief nog altijd bescheiden te noemen. De recent aangekondigde contante bieding (exclusief dividend ad € 1,25) van SHV op technische handelsonderneming Eriks van – geïndiceerd - € 42,- (een premie van 44% boven de laatst gedane koers van € 29,-) is hiervan het overtuigende bewijs.

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 mei 2009

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen