

MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2009

Inleiding

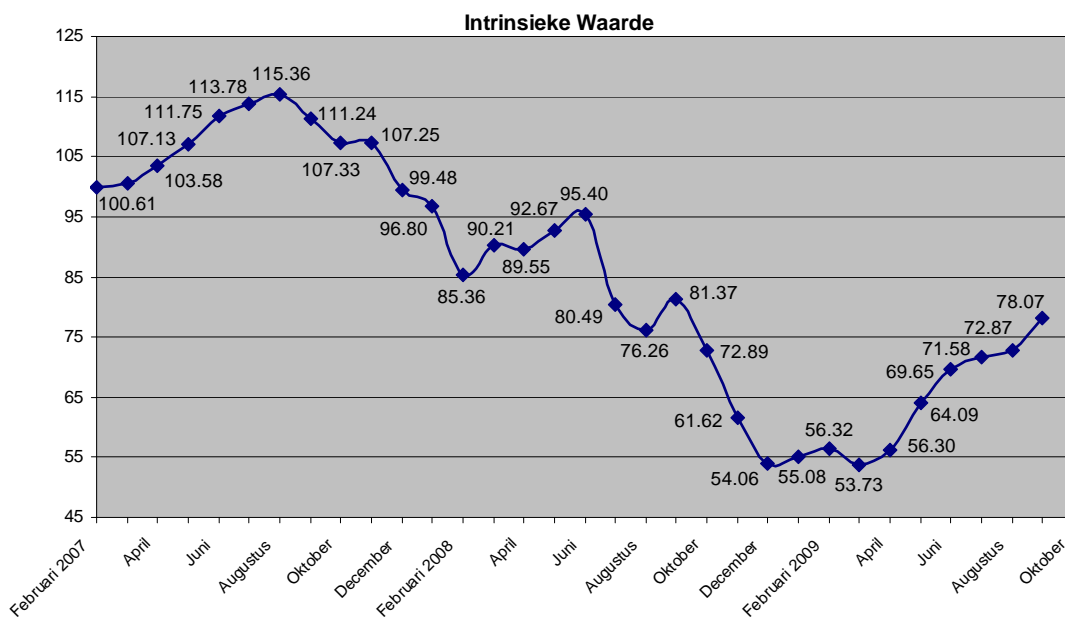
Gedurende de verslagmaand overheerste een positieve stemming op de aandelenmarkten. De AEX-index steeg per saldo met 4,6% tot 296,27, terwijl de Amsterdam Midkap Index zelfs 11,8% in waarde kon toenemen op 451,65. De Amsterdam Smallcap Index klom 6,6% naar 422,31. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg met 7,1% van €72,87 naar €78,07. Year-to-date bedraagt de waardeinstijging 41,7%. Per 31 augustus 2009 was voor een bedrag van €38,8 miljoen belegd in 22 ondernemingen. Per 1 september 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen €38,7 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum het fondsvermogen volledig is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 1 september 2009	€ 78,07
Fondsvermogen per 1 september 2009	€ 38.669.798
Aantal uitstaande participaties per 1 september 2009	495.338

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	+8,7	+2,8	+1,8	+7,1					+41,74	-21,93



Mutaties in de portefeuille

De gepubliceerde halfjaarcijfers werden over het algemeen positief ontvangen door beleggers en droegen mede bij aan bovengemiddelde omzetten in augustus. De kwaliteit van deze cijfers was voor ons aanleiding om enkele accenten te verleggen in de portefeuille. Het belang in **Imtech** werd verder uitgebreid na de publicatie van het zeer sterk halfjaarbericht. De positie in **LBI International** werd belangrijk vergroot nadat de halfjaarcijfers een bevestiging inhielden van het succes van de doorgevoerde reorganisaties. De overname van Razorfish door Publicis bracht daarnaast de lage waardering van het aandeel LBI International in vergelijking met de *peer group* onder de aandacht. De wegingen in **Hunter Douglas** en **Neways Electronics** werden verhoogd: beide ondernemingen figuren als *turn around* kandidaten, waarvan het opwaarts koerspotentieel naar onze mening ruim bovengemiddeld is. De positie in **Amsterdam Commodities** werd vergroot: de gepubliceerde halfjaarcijfers overtroffen de verwachtingen, zodat de waardering van het aandeel attractief blijft. Als nieuwe naam werd **Macintosh Retail Group** in de portefeuille opgenomen. Weliswaar waren de operationele resultaten in de eerste zes maanden van het jaar licht tegenvallend, maar met name de schuldreductie en het herstelpotentieel in de tweede helft van het jaar zijn onzes inziens zodanig veelbelovend dat de huidige waardering aantrekkelijk is om een belang te verwerven.

De belangen in *high beta stocks* **Aalberts Industries** en **Koninklijke BAM Groep** werden verkleind nadat beide aandelen binnen enkele weken zeer forse koerswinsten hadden geregistreerd. Er werd winst genomen op de grotere belangen in **Brunel International** en **Unit 4 Agresso**, ofschoon beide ondernemingen hun top-5 positie in de portefeuille behielden. De belangen in **ICT Automatisering** en **Nedap** werden gereduceerd, vanwege de bescheiden verwachtingen voor de komende 6 tot 12 maanden in relatie tot de huidige beurswaardering. Tenslotte werd winst gerealiseerd op een deel van de positie in **Nutreco** vanwege het behalen van de korte termijn koersdoelstelling.

Bedrijfsnieuws

Technisch dienstverlener **Imtech** overtrof de verwachtingen van analisten met een handhaving van het groeipad over de eerste zes maanden van 2009. De opbrengsten stegen met 15% van € 1,76 miljard tot € 2,02 miljard, terwijl de EBITA met 23% (autonom: 6,4%) toenam van € 82,9 miljoen tot € 101,8 miljoen. De orderportefeuille liet een stijging van 11% zien naar ruim € 4,8 miljard, hetgeen een goede startpositie betekent voor de tweede jaarhelft. Ondanks de sterke groei realiseerde Imtech een aanzienlijke verbetering in het werkkapitaal dat met 20% afnam. De belangrijkste groeimotor blijft het cluster Duitsland & Oost-Europa dat bij een opbrengstengroei van 5% van € 470 miljoen naar € 494 miljoen en een toename van de EBITA van 35% van € 21,4 miljoen naar € 28,9 miljoen wist te bewerkstelligen. De orderportefeuille groeide met 13% tot € 1,635 miljard. Hightech oplossingen met hoge toegevoegde waarde én de spreiding over groeisegmenten als energie, 'groene revitalisering' en luchthavens leiden hier tot zeer sterke groei. Margedruk in het ICT-segment werd gecompenseerd door hogere opbrengsten in Traffic en Marine, waardoor de opbrengsten, resultaten en orderingang in dit gecombineerde cluster per saldo een groei van 5 tot 7% genereerden. De Benelux blijft met opbrengsten van € 574 miljoen (+4%) weliswaar de grootste cluster, maar heeft nog altijd te kampen met verhoudingsgewijs hoge margedruk - EBITA-marge onveranderd op 3,6% - een dissonant binnen de Imtech groep. De onderneming handhaaft voor 2009 de eerdere prognose van een verdere toename van de EBITA door autonome groei en acquisities, evenals de doelstelling van het lange termijn strategisch plan: € 5 miljard opbrengsten in 2012 onder handhaving van een operationele EBITA-marge van 6%. Deze doelstelling correspondeert met een winst per aandeel van € 2,00 - 2,25, welk cijfer vooralsnog door geen enkele analist in een spread sheet is verwerkt. Ondanks de koersstijging van ruim 17% in augustus noteren de aandelen Imtech op een koers/winstverhouding van circa 10 maal de getaxeerde winst voor het lopende jaar. Voor de volgende jaren voorzien wij per saldo een stijging van de winst per aandeel van 5 tot 10%, waar de marktconsensus - met het oog op het veronderstelde laat-cyclische karakter van Imtech - uitgaat van een lichte daling. Met een weging van 12% is Imtech de grootste holding in de portefeuille van het Add Value Fund.

Volledig geïntegreerd biopharmaceutisch bedrijf **Crucell** presenteerde haar cijfers op 11 augustus over het tweede kwartaal van 2009. De omzet en andere inkomsten stegen met 32% tot € 78,7 miljoen in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar. Deze sterke groei werd voornamelijk gerealiseerd door het zeer succesvolle vijf-in-één kindervaccin *Quinvaxem*. Dit werd op 17 augustus nog eens bevestigd door het nieuwe contract met UNICEF ter waarde van \$ 300 miljoen voor het leveren van dit vaccin voor de periode 2010 - 2012. Dit is tevens het grootste contract dat Crucell ooit heeft ontvangen en is een vervolgorde op het \$ 500 miljoen contract dat Crucell reeds eerder ontving voor de periode 2007 - 2009. Sinds de introductie van *Quinvaxem* eind 2006 heeft Crucell contracten ontvangen ter waarde van \$ 800 miljoen. Crucell verwacht, waarschijnlijk via nog twee 'tranches', dat de totale omvang van de order nog verder zal toenemen. Onzes inziens zal Crucell uiteindelijk tussen de \$ 600 en \$ 750 miljoen aan contracten kunnen ontvangen voor de periode 2010 - 2012. Niet alleen *Quinvaxem*, maar ook de reizigersvaccins en andere producten lieten een dubbelcijferige omzetgroei zien in Q2 2009 ten opzichte van Q2 2008. Het 'Healthy Ambition' besparingsprogramma zorgde ervoor dat de bruto marge met 300 basispunten steeg naar 39% (Q2 2008: 36%), ondanks negatieve valuta-invloeden van de stijgende Koreaanse Won tegenover de US Dollar en de stijgende Zwitserse Frank tegenover de Euro. Het positieve bedrijfsresultaat van € 3,2 miljoen in Q2 2009 was een aanzienlijke verbetering ten opzichte van het verlies van € 9,0 miljoen in Q2 2008. Het eerste halfjaar 2009 werd derhalve goed afgesloten, de omzet steeg uiteindelijk met 42% naar € 152,5 miljoen (1H 2008: 98,97 mln). Het positieve bedrijfsresultaat verbeterde naar ruim € 5,5 miljoen (1H 2008: - € 12,09 mln) en het netto verlies over het eerste halfjaar 2009 werd aanzienlijk verkleind naar € 1,6 miljoen ten opzichte van een verlies van € 15,9 miljoen over dezelfde periode vorig jaar. De eerste zes maanden zijn traditioneel de minst sterke maanden van het jaar - uitlevering van de zeer winstgevende griepvaccins vindt pas plaats in de tweede jaarhelft – zodat wij verwachten dat Cucell dit jaar wederom in staat zal zijn het jaar positief af te sluiten met een winst per aandeel van tenminste € 0,50 (WPA 2008: € 0,22). De solide kaspositie per 30 juni 2009 daalde door het opbouwen van voorraden voor het aankomende griepseizoen naar € 121,6 miljoen van € 171,0 miljoen ultimo 2008. Ondanks de forse investering van € 50 miljoen voor de nieuwe Koreaanse productiefaciliteit zal de kaspositie per ultimo 2009 toenemen en naar onze verwachting uitkomen op circa € 200 miljoen, ofwel € 3,00 per aandeel. De goede resultaten en het bekendmaken van de grootste order in de geschiedenis werden op de beurs niet beloond, de beurskoers daalde in de verslagmaand met ruim 12%. Dit kwam mede tot stand door gebrek aan nieuws over de voortgang van de produktenpijplijn, lagere licentie-inkomsten en de tot nu toe grote afhankelijkheid van het produkt *Quinvaxem*. Ondanks dat handhaafde Crucell haar outlook voor 2009. Crucell verwacht tegen constante valutakoersen (EUR/USD 1,35) een omzetgroei van 20% en een aanzienlijke stijging van het bedrijfsresultaat te realiseren ten opzichte van 2008. Verder maakte Crucell bekend dat het monoclonale antilichamen tegen griepvirussen H1N1 en H5N1 gaat ontwikkelen voor de Amerikaanse onderzoekscentra voor de gezondheidszorg National Institute of Allergy and Infectious Diseases (NIAID) en National Institutes of Health (NIH). Dit belangrijke en grote contract ter waarde van \$ 40,7 miljoen kan in potentie toenemen met \$ 28,4 miljoen tot een totale omvang van \$ 69,1 miljoen. Sinds het uitbreken van de Mexicaanse griep en het uitroepen van de hoogste fase alarmfase zes - definitieve uitbraak wereldwijde pandemie - door de World Health Organization (WHO), is de timing van dit contract erg belangrijk, aldus Chief Scientific Officer Dr. Jaap Goudsmit van Crucell. De markt voor monoclonale antilichamen is naast het produceren van vaccins een belangrijke en interessante groeiemarkt voor Crucell. De wereldwijde omzet wordt geschat op enkele tientallen miljarden US Dollars en groeit jaarlijks met circa 14%. Daarmee behoort het tot één van de snelst groeiende farma marktsegmenten. Crucell is momenteel de op één na grootste holding in de portefeuille met een weging van bijna 10%.

Detachingsbedrijf **Brunel International** rapporteerde halfjaarcijfers die achterbleven bij de marktconsensus. Met name de afname van de winstgevendheid in Nederland en Duitsland was in het tweede kwartaal sterker dan verwacht. Bij een omzetstijging van 9% van € 336,5 miljoen tot € 366,3 miljoen, daalde de EBIT met 25% van € 31,2 miljoen tot € 23,2 miljoen. Nader bezien kan de performance in Nederland als solide worden aangemerkt.

De omzet nam met 4% af van €74,8 miljoen tot €71,5 miljoen en de EBIT nam 40% af van €13,8 miljoen naar €8,3 miljoen, ofwel een daling van de marge van 18,5% naar 11,6%. Deze double digit marge kan als sterk worden bestempeld in een fase van economische contractie. In de (jongere) Duitse detacheringmarkt was de impact van de recessie sterker voelbaar. De omzet daalde met 17% van €67,3 miljoen naar €55,8 miljoen (autonoom met 'slechts' 8%) en de EBIT verdampte nagenoeg getuige een teruggang van €7,7 miljoen tot €0,2 miljoen. Het management heeft de kostenbasis in Duitsland in de eerste helft van het jaar aangepast aan de lagere vraag vanuit de markt. De energietak, Brunel Energy, gaf deels compensatie voor de omzet- en winstdaling elders in het concern. De omzet nam met 25% toe van €181,7 miljoen naar €228,0 miljoen, terwijl de EBIT met 55% steeg van €9,3 miljoen naar €14,5 miljoen. De EBIT-marge vertoonde een fraaie stijging van 5,1% naar 6,4%. Als marktleider op het gebied van technische expertise en capaciteitsvraagstukken voor de internationale energie-industrie, wist Brunel marktaandeel te winnen van de concurrentie en de vruchten te plukken van een versterkte commerciële organisatie. Hiermee werd de druk vanuit de markt (uitstel investeringen en lagere olieprijs) ruimschoots gecompenseerd. De directie gaf als prognose voor het jaarresultaat een EBIT van ten minste €40 miljoen. Dit werd door analisten afgedaan als extreem conservatief. De consensus bleek meer in de richting van €50 miljoen te gaan. Na een korte correctie vervolgde het aandeel na publicatie van het halfjaarbericht de sterke opgaande tendens. Inmiddels noteert het aandeel Brunel International €22,80, ofwel ruim 15 maal de verwachte winst voor het lopende jaar, 176% boven de slotstand van 2008 van €8,25. Voor 2010 houden wij rekening met een lichte stijging van deze winst met 5% tot €1,58 (2009tax: €1,50) per aandeel. Ondanks dat wij de positie in Brunel enigszins afbouwden in augustus blijft het aandeel vertegenwoordigd in de top-5 van onze portefeuille.

In de eerste zes maanden van 2009 heeft software-ontwikkelaar en -distributeur **Unit 4 Agresso** versneld de synergievoordelen tussen Agresso Business World (ABW) en het in 2008 overgenomen CODA gerealiseerd. Bovendien werden daar waar nodig de kostenniveaus aangepast aan de huidige economische omstandigheden. Door de relatief flexibele kostenstructuur bewees Unit 4 Agresso slagvaardig te zijn in tijden van laagconjunctuur. Weliswaar daalden de licentie-inkomsten met 21%, de totale omzet kwam in het eerste halfjaar slechts 2% lager uit (€187,1 mln vs €190,5 mln) door opnieuw een sterke stijging van de contractenomzet. De omzet uit contracten (onderhoud en abonnementen/SaaS) steeg met 11% tot €88,2 miljoen (2008H1: €79,7 miljoen). De CODA en Agresso-producten bieden elk specifieke voordelen voor specifieke doelgroepen. Hierbij plukt Unit 4 Agresso nu al de vruchten van het delen van middelen en kennis. In de eerste helft van 2009 heeft dit al tot meer synergie geleid. Er werd verder gewerkt aan een stapsgewijze integratie van beide organisaties door vermindering van de centrale kantoorkosten bij CODA en door integratie van verkoopactiviteiten in diverse landen. Doordat het bestaande ontwikkelteam gebruik kon maken van beschikbare middelen in het Spaanse R&D-centrum van Unit 4 Agresso, kon het nieuwe SaaS-product CODA 2go kostenefficiënt op de markt worden gebracht. De EBITA-marge (exclusief reorganisatiekosten) steeg van 16,8% naar 18,2%. De totale (pro forma) kosten werden verminderd met 10% (totaal €17,4 miljoen), waarbij niet alleen de externe inhuur werd teruggebracht, maar ook het eigen personeelsbestand. In de eerste helft van dit jaar werd een totaal bedrag van €5,2 miljoen (2008H1: €1,7 miljoen) besteed aan reorganisaties. Deze reorganisatiekosten zullen een direct positief effect hebben op de kostenontwikkeling in de tweede helft van 2009. Inclusief reorganisatiekosten daalde de EBITDA met 5% naar €28,8 miljoen (2008H1: €30,4 miljoen). Exclusief reorganisatiekosten steeg de EBITDA met 6% naar €34,0 miljoen (2008H1: €32,1 miljoen). Het resultaat per aandeel exclusief reorganisatiekosten en goodwill en exclusief de waardering van rentederivaten bleef gelijk op €0,57. De belangrijkste missie in 2009 is het verbeteren van de efficiency van de organisatie (kostenreductie) en de focus op cash management door middel van werkkapitaal beheer. Vooral dit laatste heeft in de eerste helft van 2009 een sterke verbetering van de operationele cashflow gegeven. Mede hierdoor is de verhouding Net debt/EBITDA onder de 2,0 uitgekomen, waarmee er ruimschoots binnen de met de banken overeengekomen convenanten wordt gewerkt. Unit 4 Agresso heeft echter ook oog voor de kansen in de recessie. Zo wordt voor CODA 2go, het internationale SaaS-product,

een professionele organisatie in de Verenigde Staten opgezet, die in de eerste helft van het jaar een investering van € 1 miljoen vergde. Voor geheel 2009 handhaaft het management de verwachting dat er tenminste een gelijkblijvende operationele winst (EBITDA) kan worden behaald, ondanks een daling van de licentie-inkomsten. Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel (voor goodwill) van € 1,20 (2008: € 1,15), waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 14,40 bescheiden zijn gewaardeerd. Het aandeel Unit 4 Agresso bekleedt momenteel de derde positie in de portefeuille.

Technisch textielspecialist **Koninklijke Ten Cate** had vorige maand reeds de hoofdlijnen van de halfjaarcijfers wereldkundig gemaakt. Zie ons maandbericht over juli. Toch zorgde de publicatie van het volledige halfjaarbericht voor een negatieve koersreactie. Dit had te maken met de prognose voor de tweede helft van het jaar. Anders dan tot voor kort werd gecommuniceerd, verwacht de onderneming niet langer een omzet- en winstherstel in de komende periode, maar stelt dat de omzet ten minste op het peil van de eerste helft van 2009 zal stabiliseren. De getroffen kostenbesparingen zullen geleidelijk een positief effect op de resultaten sorteren. Ten Cate doet geen uitspraak ten aanzien van het te verwachten resultaat voor geheel 2009. Daarmee lijkt dit jaar een verloren jaar te worden voor zover het de ontwikkeling van het lange termijn track record van omzet- en winstgroei betreft. Als positieve noot kan worden verwezen naar de sterke generatie van de cashflow, waardoor Ten Cate niet in de problemen lijkt te zullen komen bij een volgende herfinanciering van de schuldenpositie. Tegen de huidige beurskoers van € 14,- wordt op basis van de consensustaxatie van een winst per aandeel van € 1,10 voor 2009 iets minder dan 13 maal de winst voor aandelen Ten Cate betaald. Tegen deze beurskoers achten wij het neerwaarts koersrisico van het aandeel beperkt. Zodra de eindmarkten van Ten Cate zich ook maar in beperkte mate gaan herstellen, zal dit snel doorwerken in de *bottom line*. De gemiddelde taxatie van analisten voor 2010 ligt dan ook op € 1,50 per aandeel, waarmee de waardering al in een gunstiger perspectief wordt gezet. Gezien de bescheiden waardering in relatie tot de goede perspectieven op middellange termijn handhaven wij de wegging van Ten Cate in onze portefeuille.

De ontwikkeling bij advies- en ingenieursgroep **Grontmij** vertoont enige overeenkomst met die van Ten Cate. Ook hier bleven de halfjaarcijfers achter bij de marktconsensus, met name omdat de Nederlandse en Belgische sectoren industrie en bouw de gevolgen van de recessie ondervonden, hetgeen gepaard ging met margedruk. De Engelse wateractiviteiten werden geconfronteerd met het uitstel van een omvangrijk onderhoudsprogramma, wat de komende zes maanden nog druk op de resultaten in dit gebied zal geven. Daarentegen ontwikkelden de Duitse en Poolse milieumarkten zich positief. De resultaten in de eerste helft van 2009 werden gesteund door een boekwinst op een verkochte joint venture ter grootte van ruim € 5 miljoen. Wij taxeren een winst per aandeel 2009 van € 1,85 (2008: € 2,37) en voorzien een herstel tot € 2,20 per aandeel in 2010. De huidige beurskoers van € 18,- wijst op een bescheiden waardering, temeer daar het dividendrendement met 6,4% op basis van een getaxeerde € 1,15 per aandeel als genereus kan worden bestempeld.

De resultaten van maritiem specialist **Smit Internationale** waren in lijn met de marktverwachting. Tegenover een scherpe teruggang in het resultaat van Harbour Towage stond een fraaie stijging van de bijdrage van de minder conjunctuurgevoelige Terminals-divisie. Het resultaat van de divisie Berging werd gesteund door de settlement van het Thunderhorse-project, hetgeen een buitengewone bate van € 10 miljoen netto opleverde. Voor de tweede helft van het jaar voorspelde CEO Ben Vree een resultaat uit gewone bedrijfsvoering dat vergelijkbaar zal zijn met dat van de eerste zes maanden, zodat de winst per aandeel 2009 naar verwachting zal uitkomen rond € 5,- per aandeel. Voor 2010 houden wij rekening met een lichte daling van het resultaat tot € 4,75 per aandeel, omdat de internationale scheepsbewegingen volgend jaar nog op een laag niveau zullen liggen. Tegen de huidige beurskoers van € 52,- wordt 11 maal het verwachte resultaat voor 2010 voor de aandelen Smit Internationale betaald. Met het oog op de sluimerende interesse van grootaandeelhouder Boskalis voor een overname van Smit

of onderdelen ervan èn het aantrekkelijke dividendrendement van 5% blijft het aandeel naar onze mening een attractieve belegging.

Hunter Douglas (raambekleding en architectonische producten) rapporteerde tevredenstellende resultaten over het tweede kwartaal van 2009. Als wereldmarktleider in raambekledingsproducten met als meest bekende merknaam Luxaflex, wordt Hunter Douglas vanzelfsprekend zwaar getroffen door de wereldwijde recessie. Het is daarom opvallend te zien dat Hunter Douglas in staat is geweest om in recordtijd haar organisatie aan te passen aan de nieuwe werkelijkheid. Dit betekent een significante verlaging van de kostenbasis, waarvan de resultaten al zichtbaar waren in de Q2 cijfers. Waar over de eerste drie maanden van 2009 het bedrijfsresultaat (EBIT) nog in de rode cijfers verkeerde - met een verlies van US \$ 18,5 miljoen - werd in het tweede kwartaal een positieve EBIT van US \$ 37,9 miljoen gerealiseerd. Als wordt vermeld dat de omzet in 2009 Q2 met 25,6% daalde tot US \$ 629,3 miljoen in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder, is duidelijk dat het management erin geslaagd is de winstgevendheid van de groep intact te houden. Inmiddels dienen de eerste tekenen van een herstel van de Amerikaanse huizenmarkt zich aan en kan weer met enig, zij het gematigd, optimisme naar de toekomst worden gekeken. Het is in dit kader van belang te wijzen op het typische seizoenpatroon van Hunter Douglas omzet. Het eerste kwartaal is traditioneel het zwakste, waarna ieder volgend kwartaal sterker wordt. Dit doet vermoeden dat 2009 gemeten naar cashflow-generatie een recordjaar zal kunnen worden. Omdat de *free float* zeer beperkt is tot 12% van de aandelen - naast grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg is er nog één Amerikaanse belegger met een pakket van 7% - is de koersvorming ter beurze verre van optimaal. Wij beschouwen het aandeel Hunter Douglas tegen een beurskoers van € 27,- ondergewaardeerd in vergelijking met het fraaie winstpotentieel en de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel van € 24,50. Op een termijn van 12 tot 18 maanden voorzien wij een koersherstel richting de € 50,-, hetgeen overigens de gemiddelde beurswaardering was vóór de beurscorrectie van 2007/08. Wij taxeren een zeer conservatieve winst per aandeel van \$ 1,75 voor 2009 en van \$ 3,- voor 2010.

Marktleider op de Nederlandse particuliere woningverhuurmarkt **Direct Wonen** rapporteerde tevredenstellende halfjaarcijfers. Ondanks moeilijke marktomstandigheden wist de onderneming de toegezegde turn around daadwerkelijk te realiseren. Bij een geringe omzetzak van € 14,2 miljoen naar € 13,9 miljoen werd een positieve EBITDA van € 2,1 miljoen geboekt tegen een negatieve EBITDA van € 1,1 miljoen in 2008H1. De vorig jaar uitgevoerde herstructurering heeft de kostenbasis met 21% verlaagd. De Verhuurdivisie kon bij een omzetzijging van 3% tot € 6,7 miljoen een margeverbetering boeken van 3,1% naar 8,2%, terwijl de turn around in de divisie Financiële Dienstverlening van - € 2,2 miljoen naar + € 0,6 miljoen bij een 4% lagere omzet van € 7,0 miljoen een prima prestatie mag worden genoemd. De verkoopactiviteiten uit de Nieuwbouwdivisie waren minimaal (€ 0,1 miljoen vs € 0,3 miljoen) en waren marginaal verlieslatend. Compensabele verliezen uit het verleden waren goed voor een belastingbate van € 0,4 miljoen, waardoor het netto resultaat op € 1,5 miljoen uitkwam, ofwel € 0,01 per aandeel. Wij voorzien een krachtig resultatenherstel in de tweede helft van 2009 en meer in het bijzonder in 2010, wanneer de markten waarop Direct Wonen actief is zich enigszins zullen herstellen. In verhouding tot de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel van € 0,47 per aandeel, geeft de huidige incurante beurswaarde van 35,5 pence (€ 0,40) - Direct Wonen is genoteerd aan de Alternative Investment Market (AIM) in Londen - nog altijd een discount van 15% aan. Een mogelijke beursnotering van Direct Wonen aan NYSE Euronext Amsterdam in de loop van volgend jaar zou deze discount onzes inziens kunnen wegnemen.

HES Beheer (op- en overslag van massagoederen) wist in de eerste helft van 2009 ondanks een derde minder aanvoer een netto resultaat exclusief bijzondere resultaten te realiseren van € 6,0 miljoen, hetgeen slechts 4,8% lager was dan het resultaat in dezelfde periode van 2008. De aanvoer van droge bulkgoederen via de Nederlandse zeehavens als belangrijke draaipunten voor de doorvoer van grondstoffen werd aanzienlijk geraakt door de economische crisis. Vooral de aanvoer van ijzererts, metallurgische kolen en industriële mineralen voor de staalindustrie en andere basisindustrieën in Nederland en Duitsland bleef fors achter. Desondanks toonde HES Beheer voldoende veerkracht en bleef haar genormaliseerde nettowinst slechts licht onder het niveau van

2008. Dit kwam door een sterke vraag naar opslag, forse kostenreducties, efficiency verbeteringen en het aanpassingsvermogen van de medewerkers. Tegenover een omzetzak van 14% stonden 17% lagere bedrijfslasten. Het netto resultaat over het tweede kwartaal was gelijk aan dat van het eerste kwartaal (€ 3,0 miljoen). Ten opzichte van ultimo 2008 steeg de solvabiliteit met bijna 5% naar 73,0%. De directie verwacht dat de aanvoer in het vierde kwartaal enigszins zal aantrekken vanwege afnemende voorraden bij de verbruikers. Daarnaast wordt verwacht dat de opbrengsten uit opslag ook in het tweede halfjaar op een hoog niveau zullen blijven, mede vanwege de levendige vraag naar langdurige opslag. Voor geheel 2009 gaat de directie uit van een genormaliseerd netto resultaat van ten minste € 12 miljoen (2008: € 13,5 miljoen). Voor de middellange en lange termijn blijft de directie onverminderd optimistisch. Dit optimisme is gestoeld op de verwachte groei in de kolenaanvoer en de uitbreiding in de natte bulk. Wij taxeren voor 2009 een netto resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening van circa € 13 miljoen, hetgeen correspondeert met een winst per aandeel van € 1,50. Tegen de huidige beurskoers van € 17,50 wordt 11,7 maal de verwachte winst voor de aandelen HES Beheer betaald en bedraagt het dividendrendement 4% op basis van een getaxeerde uitkering van € 0,70 per aandeel.

TKH Group (technische oplossingen) heeft in het tweede kwartaal van 2009 prioriteit gegeven aan verdere kostenreductie en schuldenafbouw. Herstel van de winstgevendheid blijft voorop staan in de strategie, waarbij de innovatiekracht met 18,5% van de omzet uit nieuwe producten, een belangrijk speerpunt blijft. De omzet daalde in de eerste zes maanden van het jaar met 30% van € 504,8 miljoen naar € 353,5 miljoen, van welke daling 4,5% het gevolg was van doorberekende lagere grondstofprijzen. Alle solutions-segmenten (Telecom, Building en Industrial Solutions) lieten een daling zien, waarbij Industrial Solutions met 40% het sterkst daalde door uitstel van investeringen bij klanten in de industriële sector. Het aandeel in de omzet van Industrial Solutions daalde hierdoor van 48% naar 41%, terwijl het aandeel Telecom Solutions steeg van 17% naar 21% en Building Solutions van 35% naar 38%. De brutomarge in procenten van de omzet steeg van 37,5% naar 41,3%. Deze stijging werd veroorzaakt door de lagere grondstofkosten en een verbeterde mix in activiteiten, waarbij vooral de security-activiteiten een bijdrage hadden in deze stijging. Het bedrijfsresultaat vóór amortisatie van immateriële activa (EBITA) en bijzondere lasten daalde met 68,7% van € 44,1 miljoen in 2008H1 naar € 13,8 miljoen in 2009H1. In het tweede kwartaal 2009 steeg de EBITA voor bijzondere lasten met € 2,8 miljoen (51%) ten opzichte van het eerste kwartaal 2009. De omzet in 2009 Q2 daalde echter met € 23,4 miljoen (12,4%) ten opzichte van 2009 Q1. In Q2 werd, in lijn met het in april voor het hele jaar aangekondigde reorganisatieprogramma van € 15 miljoen, een bijzondere last genomen van € 7,2 miljoen. De belangrijkste maatregelen zijn getroffen binnen het segment Industrial Solutions. Het portfolio van systemen binnen het sub-segment manufacturing systems is verder teruggebracht, en de productielocaties binnen dit sub-segment worden geconcentreerd in Nederland en China. Door deze herstructureringsmaatregelen zullen vanaf 2010 de kosten structureel € 25 miljoen lager zijn, waarvan € 15 miljoen in 2009. Het totale kostenniveau zal in 2009 met circa € 40 miljoen worden gereduceerd. De netto bankschulden namen ten opzichte van ultimo 2008 met € 43,5 miljoen af naar € 143,3 miljoen, door een gericht programma voor afbouw van werkkapitaal en beperking van het investeringsniveau. Het werkkapitaal daalde in procenten van de omzet naar 18,3% (2008 H1: 20,4%). De solvabiliteit steeg naar 43,6% (2008H1: 38,6%). Ondanks het sterk gedaalde resultaat (winst per aandeel 2009H1 bedroeg negatief € 0,08 tegen € 0,72 in (2008H1) opereert TKH mede door de gereduceerde schuldenlast ruim binnen de financiële ratio's zoals vastgelegd in de kredietovereenkomsten. De Net Debt/EBITDA-ratio kwam uit op 2,5 en de rentedekking op 6,4. Voor geheel 2009 bedraagt de consensustaxatie van de winst per aandeel € 0,54 (2008: € 1,46). Voor 2010 wordt een gemiddeld herstel voorzien naar € 0,83. Tegen de huidige beurskoers van € 10,50 wordt daarmee 12,7 maal de verwachte winst voor aandelen TKH Group betaald. Als late cyclical lijkt de groep glansrijk en ijzersterk uit de recessie tevoorschijn te komen. Zodra de economie verder aantrekt zal de netto winst verhoudingsgewijs sneller dan voorheen kunnen stijgen als gevolg van de doorgevoerde reorganisatie.

De halfjaarcijfers van **Acomo** (Amsterdam Commodities) overtroffen de verwachtingen. Kroonjuweel Catz International (handel in specerijen, noten en gedroogde vruchten) stal eens te meer de show en realiseerde een 10% hogere winst vóór belastingen van €4,9 miljoen (2008H1: €4,4 miljoen) ondanks een met 11% gedaalde omzet van €70 miljoen (2008H1: €79 miljoen). De lagere omzet weerspiegelt de lagere prijsniveaus als gevolg van de recessie. Echter, de prijsvolatiliteit bleef hoog, zodat er goede handelsmogelijkheden waren waarop uitstekend werd ingespeeld. Omdat de financieringskosten aanzienlijk daalden, terwijl ook de algemene kosten via strak werkkapitaalbeheer goed onder controle bleven, kon Acomo tevens een lagere winstbijdrage van Food Ingredients en een licht halfjaarverlies bij RCA (rubberhandel) compenseren. De netto winst kwam uit op €3,6 miljoen (2008H1: €3,3 miljoen), een stijging van 9,6%. De winst per aandeel kwam uit op €0,22 (2008H1: €0,20) en het interim dividend bleef gehandhaafd op €0,10. De aandelen noteren thans €4,50, waarmee de waardering komt op 8 maal de getaxeerde winst 2009 bij een dividendrendement van 7,8%. Gezien het fraaie track record van Acomo biedt deze bescheiden waardering onzes inziens voldoende ruimte voor een verdere outperformance van het aandeel. Wij hebben het belang in de onderneming in augustus met 20% uitgebreid.

De ontwikkeling op halfjaarbasis bij industrieel toeleverancier **Neways Electronics International** vertoonde veel gelijkenis met die van TKH Group. In de eerste zes maanden van 2009 werd een omzet van €93,4 miljoen gerealiseerd, hetgeen een afname van 28,2% impliceerde in vergelijking met 2008H1 toen nog €130 miljoen werd gefactureerd. De sterke omzetafname was het gevolg van vraaguitval, met name in de halfgeleidersector, maar ook in enkele andere sectoren. In de afgelopen zes maanden is de kostenbasis met 7% verlaagd naar een break-even netto omzetniveau van circa €195 miljoen op jaarbasis. Door de lagere omzet was er sprake van onderbezetting en kwam het bedrijfsresultaat uit op negatief €3,1 miljoen. Dit is exclusief een eenmalige reorganisatielast van bruto €1,3 miljoen. Het netto resultaat bedroeg negatief €4,2 miljoen. De orderportefeuille per 30 juni 2009 bedroeg €52,6 miljoen, een daling van 6% ten opzichte van ultimo 2008 en van 23% ten opzichte van 30 juni 2008. In juli was sprake van een hogere orderintake dan in juni. Mede door een aantrekkende vraag vanuit de halfgeleidersector verwacht Neways dat in het vierde kwartaal herstel zichtbaar zal zijn en dat het resultaat in de tweede helft van het jaar beter zal zijn dan in de eerste zes maanden van 2009. De financiële positie van Neways blijft goed. De solvabiliteit bedraagt 43,7% (ultimo 2008: 45,3%), ruim boven de minimale doelstelling van 35%. Wij verwachten dat Neways over 2009 een verlies van €3 à 3,5 miljoen zal rapporteren, maar houden rekening met een sterk herstel in 2010. Afhankelijk van de kracht van het economisch herstel taxeren wij volgend jaar een winst per aandeel van €0,50 - 0,75. Tegen de huidige beurskoers van €6,00 wordt daarmee 8 à 12 maal de verwachte winst 2010 voor de aandelen Neways betaald. In het licht van de recordwinst van €1,56 in 2007 blijft er op termijn een ruim opwaarts koerspotentieel voor de aandelen aanwezig.

Bouwconcern **BAM Groep** rapporteerde een halfjaarwinst van €41,9 miljoen (2008H1: €131,0 miljoen) op een totaal van gerealiseerde opbrengsten van €4,1 miljard (2008H1: 4,2 miljard). Voor geheel 2009 voorziet de groep een netto resultaat tussen €100 en 120 miljoen (2008: €169,8 miljoen). Deze cijfers waren grosso modo conform de marktconsensus. Alle sectoren, met uitzondering van vastgoed, opereerden winstgevend. In de vastgoedsector moesten aanvullende voorzieningen worden getroffen, waardoor per saldo een negatief resultaat van €36,8 miljoen werd verantwoord (2008H1: winst €52,9 miljoen). De orderportefeuille bleef met €12,4 miljard (ultimo 2008: €13,1 miljard, -5%) op een goed niveau. Consensustaxatie 2009 van de winst per aandeel is €0,90 (2008: €1,96), welk cijfer ook voor 2010 wordt aangehouden. Tegen de huidige beurskoers van €7,60 wordt 8,4 maal de getaxeerde winst voor de aandelen BAM Groep betaald en komt het dividendrendement op een getaxeerde 3,3%.

Industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** presenteerde halfjaarcijfers die in lijn waren met de marktconsensus. Analoog aan de hiervoor gemelde gang van zaken bij TKH Group en Neways Electronics International heeft ook AI daadkrachtig gereageerd op de economische ontwikkelingen door de kostenbasis

scherp te verlagen, het werkkapitaalbeheer verder te optimaliseren en de bedrijfsfinanciering te stroomlijnen. Wat dit laatste betreft wist topman Jan Aalberts de critici de mond te snoeren door uitmuntende nieuwe voorwaarden met de huisbanken overeen te komen, waarmee een gevreesde verwaterende (claim)emissie werd voorkomen. Hierop steeg de beurskoers in augustus met liefst 31% bij zeer hoge omzetten en werden de koersdoelen van analisten tot 50% opwaarts bijgesteld. Op basis van de consensustaxaties wordt thans voor 2009 een winst per aandeel van € 0,45 en voor 2010 van € 0,64 verondersteld. Tegen de huidige beurskoers van € 8,80 wordt al een stevig voorschot genomen op deze ontwikkeling. Wij hebben daarom het belang de afgelopen maand met 20% gereduceerd.

Nutreco (diervoeding en visvoer) boekte tweede kwartaalresultaten 2009 die in lijn waren met de uitspraken van de onderneming zoals die waren gedaan bij de publicatie van de resultaten over het eerste kwartaal. Het premix- en speciaalvoerbedrijf presteerde goed en de fundamenten in het visvoerbedrijf zijn solide, hoewel de vraag naar visvoer in Chili is afgenomen als gevolg van het ISA-virus in de zalmkweeksector. Het mengvoerbedrijf in Nederland leed aan het begin van het jaar een aanzienlijk verlies van circa €20 miljoen, maar er zijn maatregelen genomen om de winstgevendheid te herstellen. In Spanje herstelde de winstgevendheid van de pluimveeactiviteiten als gevolg van lagere voerprijzen en hogere pluimveeprijzen. Met de overeengekomen acquisitie van de mengvoerfabrieken van Cargill in Spanje (zie ons maandbericht over juli) worden de mengvoeractiviteiten in Spanje verder versterkt. Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel op € 2,30 voor 2009 en op € 3,25 voor 2010. Tegen de huidige beurskoers van € 31,80 wordt 9,8 maal de verwachte winst 2010 voor Nutreco betaald met een getaxeed dividendrendement van 3,5%.

De kleine participaties in detacheringsgroep **DPA Groep** en **ICT Automatisering** schreven, conform de verwachting, rode cijfers over de eerste zes maanden van 2009. Voor beide ondernemingen is het een uitdaging om de winstgevendheid zo spoedig mogelijk te herstellen, hetgeen gezien hun betrekkelijk geringe kritische omvang, geen sinecure zal zijn. Vooralsnog zijn beide ondernemingen voldoende gefinancierd om een mogelijk negatief tweede halfjaar het hoofd te kunnen bieden.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	11,7%
Crucell	9,8%
Brunel International	6,8%
Unit 4 Agresso	6,8%
Koninklijke Ten Cate	5,9%
Grontmij	5,6%
Smit Internationale	5,2%
LBi International	5,0%
Hunter Douglas	4,9%
Direct Wonen	4,8%
Overige 12 ondernemingen	33,5%
Liquiditeiten en overige	0%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De gepresenteerde halfjaarcijfers hebben in het algemeen aangetoond dat ondernemingen hun *modus operandi* veel sneller hebben aangepast aan de nieuwe economische realiteit dan analisten voor mogelijk hielden. Dit betekent dat de kostenbasis dusdanig laag is dat de positieve inverdieneffecten van een (bescheiden) economisch herstel groter zijn en sneller doorwerken dan eerder werd verondersteld. Vandaar dat wij momenteel een hele reeks van opwaartse bijstellingen van winsttaxaties van analisten waarnemen. In combinatie met blijvend lage rentetarieven en een hoge liquiditeitsgraad bij institutionele beleggers geeft dit een gezonde basis voor een verder koersherstel. Tegen deze achtergrond zijn wij voornemens de volbelegde positie te handhaven.

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

H.T. Wiersma

Amsterdam, 9 september 2009