

MAANDBERICHT OVER JANUARI 2010

Inleiding

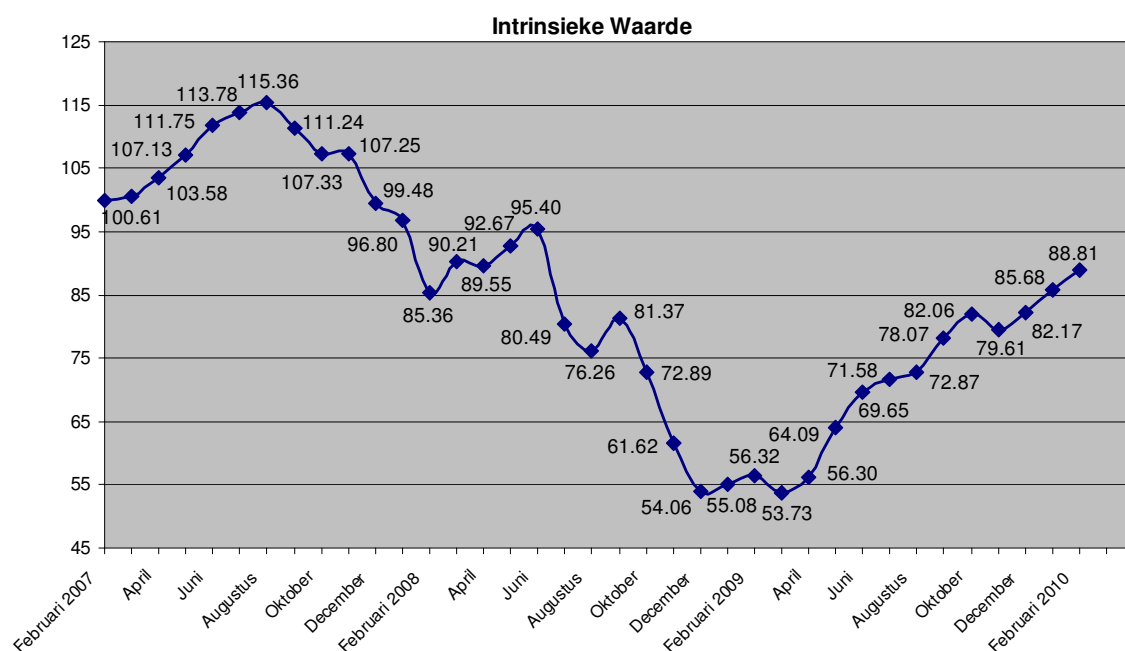
Na een redelijke eerste week overheerste een matte beursstemming in januari. Met name een groeiende onzekerheid over de kredietstatus van de zuidelijke eurolanden, gesymboliseerd door Griekenland, legde een druk op de koopbereidheid van beleggers. De AEX-index sloot de verslagmaand af met een verlies van 2,2% op 327,90. De Amsterdam Midkap Index eindigde januari 2% hoger op 520,87, terwijl de Amsterdam Smallcap Index 1,5% steeg tot 464,41. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg met 3,7% van € 85,68 naar € 88,81. Per 29 januari 2010 was voor een bedrag van € 41,1 miljoen belegd in 20 ondernemingen. Per 1 februari 2010 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 38,6 miljoen, waarbij een debetpositie van 6,4% van de portefeuille bestaat. Deze wordt overigens volledig gedekt door de tegenwaarde van de positie in Smit Internationale, deze deelneming zal naar verwachting op korte termijn worden verkocht/aangeboden aan bidder Koninklijke Boskalis Westminster.

De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties per 1 februari 2010 zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie	€ 88,81
Fondsvermogen	€ 38.555.616
Aantal uitstaande participaties	434.125

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	+5,1	-3,0	+3,2	+4,3	+55,55	-14,32
2010	+3,7												+3,65	-11,19



Mutaties in de portefeuille

In januari werden de kleine belangen in verzekeringsgroep **Delta Lloyd** en ingenieursbureau **Grontmij** met een tevredenstellend positief resultaat verkocht. De positie in **TKH Group** werd met ruim een kwart verkleind, waarmee een substantiële korte termijn outperformance deels werd geïncasseerd. Het belang in **BinckBank** werd met 65% vergroot, waardoor deze deelneming nu de zevende positie in de portefeuille inneemt. De combinatie van een achterblijvende relatieve performance in de laatste drie maanden en een uitstekend winstmomentum ligt ten grondslag aan dit koopprogramma. Kleinere aankopen vonden plaats in **Direct Wonen, Hunter Douglas, Neways Electronics International, Sligro Food Group, UNIT4** en **USG People**.

Bedrijfsnieuws

In de traditionele nieuwjaarstoespraak voor medewerkers meldde CEO René van der Bruggen dat **Imtech** (technische dienstverlening in Europa) het jaar 2009 goed heeft afgesloten. De kracht van Imtech: hightech multidisciplinaire technische totaaloplossingen door de combinatie van elektrotechniek, ICT en werktuigbouw, heeft ook in de huidige moeilijke markt zijn waarde bewezen. Over 2009 zal Imtech – net als in voorgaande jaren – een verdere toename van de operationele EBITA-marge laten zien (2008: 5,5%), hetgeen onder de gegeven omstandigheden een prima prestatie is. Voor 2010 is Imtech, ondanks uitdagende economische omstandigheden met druk op marktvolumes en marges, erin geslaagd een hogere orderportefeuille op te bouwen. Eind 2009 had deze een omvang van € 4,7 miljard, een toename van 5% in vergelijking met het niveau een jaar eerder van € 4,5 miljard. “Dit biedt vertrouwen en betekent een comfortabele uitgangspositie voor het komende jaar”, aldus Van der Bruggen.

Een belangrijke driver voor de positieve ontwikkeling is de sterk groeiende vraag naar ‘groene’ technologie. Imtech is in Europa een van de sterkste technische spelers op het gebied van energietechnologie. Door energieoplossingen te integreren in de totaalaanpak is Imtech in staat toegevoegde waarde te leveren. Het resultaat is minder energieverbruik, minder uitstoot van CO₂, een betere exploitatie en het leveren van een bijdrage aan de duurzaamheidsdoelstellingen van de klanten, in zowel de profit als non-profit sector. Een paar voorbeelden zijn ‘groene’ gebouwen, ‘groene’ datacenters, ‘groene’ stadions en ‘groene’ (decentrale) energiecentrales. Een ander sterk punt is de brede portfolio. Sterke marktposities, schaalgrootte, een uitgebreid dienstenportfolio en een goed gediversifieerd klantenbestand met bijna 20.000 klanten in talloze marktsegmenten maken continuïteit en daarmee verdere groei mogelijk. Bovendien kenmerkt Imtech zich door een flexibele projectorganisatie die zich goed kan aanpassen aan gewijzigde marktomstandigheden.

Een van de strategiepijlers voor verdere groei vormen acquisities. Na een zeer actief 2008 met een grote overname in Scandinavië (NVS, 2.300 medewerkers) en nog tien andere middelgrote en kleinere acquisities, was 2009 het integratiejaar van deze overnames. Voor de komende jaren ziet Imtech goede mogelijkheden om zijn portfolio verder te versterken met acquisities. Vorig jaar wist Imtech zich te versterken door overnames in Spanje, Zweden, Noorwegen en Roemenië. In totaal ging het om 525 technische specialisten en opbrengsten van circa € 40 miljoen. Vooral de overname van het Spaanse Huguët en het Roemeense Arconi vormen belangrijke ankerpunten voor verdere groei in respectievelijk Spanje en Oost-Europa.

Imtech ligt al met al goed op koers om zijn strategisch groeiplan 2012 te realiseren. Het management handhaaft dan ook zijn doelstelling om in 2012 te komen tot een opbrengstenniveau van € 5 miljard, bij handhaving van een operationele EBITA marge van 6%. Imtech beschikt over een solide balans en voldoende financiële armslag om deze groeistrategie te kunnen uitvoeren.

Medio januari verwierf Imtech Marine Group de prestigieuze design & build opdracht voor de hightech klimaattechnologie aan boord van twee nieuw te bouwen Queen Elizabeth Class vliegdekschepen van de Britse Royal Navy. De opdracht vertegenwoordigt een waarde van ruim £ 118 miljoen (circa € 130 miljoen). Met een lengte van 280 meter zijn dit de grootste marineschepen die ooit in het UK zijn gebouwd. Imtech voldeed nagenoeg als enige partij aan de hoge eisen van de Royal Navy, zowel in technologisch opzicht als wat betreft aantoonbare referenties om schepen van deze schaalgrootte met hightech klimaattechnologie uit te rusten. De opdracht vormt een bevestiging van Imtech's kennis en kunde op het gebied van maritieme technologie. Bovendien draagt deze megaorder in belangrijke mate bij aan de meerjarige continuïteit van de maritieme business.

Wij taxeren een winst per aandeel 2009 van € 1,80 (2008: € 1,64) en gaan uit van een verdere stijging van 8% tot € 1,95 in het net begonnen boekjaar. De marktconsensus voorziet nog steeds een bescheiden daling van het resultaat

in 2010, als reflectie van de vermeende cycliciteit van het bedrijfsmodel. Naar onze verwachting zullen analisten in de loop van dit jaar hun taxaties in opwaartse zin moeten bijstellen. Imtech blijft voorlopig onze grootste holding in de portefeuille met een koersdoel van € 24,-. Vanaf de huidige beurskoers van € 19,00 impliceert dit een opwaarts koerspotentieel van ruim 26%.

Per 1 februari jl. heeft **Unit 4 Agresso** zijn naam veranderd in **UNIT4**. Deze naams- en typologiewijziging symboliseert de transformatie die de onderneming de achterliggende periode heeft doorgemaakt als internationaal leverancier van bedrijfssoftware.

UNIT4 is wereldwijd de zesde ERP-leverancier en de op één na grootste ontwikkelaar van ERP-software in Europa. De onderneming heeft activiteiten in dertien Europese landen en zes daarbuiten. UNIT4 geniet al wel internationale bekendheid, maar er is nog niet altijd voldoende herkenning van de uniforme waarde die de producten en diensten creëren. Daarom is gekozen voor UNIT4 als overkoepelende organisatiernaam. De centrale boodschap en de belofte naar de markt zijn samengekomen in de slogan *“Embracing Change”*.

Telegraph Media Group (TMG) gaat gebruik maken van FinancialForce Accounting, de nieuwe cloud accounting-applicatie van UNIT4 en Salesforce.com. De Engelse uitgever zet de oplossing in binnen de advertentieverkoopafdeling, om de veelal handmatige facturatie en boekhouding te automatiseren. FinancialForce Accounting zal geïntegreerd met de huidige Salesforce.com CRM-omgeving worden ingezet, waardoor het eenvoudig is om een overzicht te krijgen van advertentieverkopen en abonnementen. FinancialForce wordt ook gebruikt om facturen aan te maken en boekhoudgegevens in te voeren. Deze gegevens komen vervolgens automatisch in de ERP-oplossing van TMG – Agresso Business World van UNIT4.

De keuze voor FinancialForce past in de strategie van de Engelse uitgever om veel bedrijfssystemen naar de cloud te verhuizen via het Force.com-platform van salesforce.com, terwijl de de ERP-oplossing van UNIT4 lokaal blijft draaien. Een bijkomend voordeel van FinancialForce Accounting is dat ook niet-financiële gebruikers van Agresso volledig en real-time inzicht hebben in alle financiële gegevens per klant.

De overeenkomst met TMG toont de nauwe integratie die bestaat tussen de platforms van FinancialForce.com, de joint venture van UNIT4 en Salesforce.com, en de beide joint venture partners. TMG is een aantrekkelijke klant, die als referentie kan fungeren voor vergelijkbare overeenkomsten met andere potentieel grote klanten.

De marktconsensus voor de winstontwikkeling van UNIT4 is vrij unaniem en gaat uit van een winst per aandeel van € 1,35 voor 2009 en van € 1,65 voor 2010. Er wordt momenteel circa 10 maal de getaxeerde winst 2010 voor aandelen UNIT4 betaald, hetgeen een zeer bescheiden waardering is in relatie tot het sterke groeipotentieel van de onderneming. UNIT4 bekleedt momenteel de derde positie in de portefeuille.

Koninklijke Ten Cate ontving in januari defensieorders ter waarde van € 40 miljoen. Deze orders betreffen de levering van antiballistische composietmaterialen, waarvan de uitlevering zich over een aantal jaren zal uitstrekken.

Vervolgorders worden niet uitgesloten. Dankzij de nieuwe orders zal werkmaatschappij Ten Cate Advanced Armour gedurende een aantal jaren betrokken zijn bij het ontwerp, de productie en integratie van armoursystemen voor programma's ten behoeve van voertuigbescherming. Gelet op het vertrouwelijke karakter van deze projecten heeft Ten Cate geen 'clearance' gekregen om verdere informatie te verstrekken wat betreft de aard en geografische herkomst van deze orders.

Het is al enige tijd geleden dat Ten Cate defensie-gerelateerde orders meldde. Deze hebben in de regel een bovengemiddelde marge en zijn, mede in het licht van het meerjarige karakter, van groot belang voor de winstgevendheid van het concern. Het afgelopen jaar is voor Ten Cate qua winstgevendheid zeer teleurstellend verlopen. Analisten taxeren een gemiddelde winst per aandeel van € 1,30 (2008: € 2,18). De perspectieven voor 2010 lijken geleidelijk te verbeteren, onder andere op grond van aanvullende orders voor het Defensie-segment. De hofleverancier van het Amerikaanse leger, Oshkosh, zou bijvoorbeeld – vanwege een tekort aan capaciteit – een deel van de opdrachten voor antiballistische composietmaterialen ten behoeve van de bescherming van de Amerikaanse troepen in Afghanistan bij Ten Cate kunnen doorplaatsen. Uit dien hoofde is eveneens een goede vraag voor Ten Cate's specialistische kogelwerende DefenderM-vesten aannemelijk. De perspectieven voor de kunstgras- en geosynthetische activiteiten zijn voor het lopende jaar eveneens gunstiger dan twaalf maanden geleden. De analistenconsensus gaat voor een winst per aandeel van € 1,60. Tegen de huidige beurskoers van € 17,70 worden de

aandelen Ten Cate daarmee op een bescheiden 11 maal de getaxeerde winst voor 2010 gewaardeerd. Momenteel bekleedt Ten Cate de zesde positie in de portefeuille.

Koninklijke Boskalis Westminster verhoogde de bieding op **Smit Internationale** met het beoogde dividend over 2009 van laatstgenoemde, ter waarde van € 2,75 per aandeel, tot € 62,75 per aandeel. Over 2008 bedroeg dit contante dividend nog € 3,00 per aandeel. Tevens werd geïndiceerd dat Boskalis de bieding gestand zal doen wanneer 75% van de Smit-aandeelhouders hun stukken aanmelden. Daarmee kwam Boskalis enigermate tegemoet aan kritiek van aandeelhouders Smit over de hoogte van het uitgebrachte bod. Desalniettemin is er geen unanimitieit over de fairness van de hoogte van de door Boskalis te betalen overnameprijs. Het is beslist een unicum in de Nederlandse bedrijfskundige geschiedenis, dat twee van de vijf commissarissen van Smit, de heren Cordia en Dorhout, zich niet kunnen vinden in de exit-waardering van de onderneming. Omdat bestuursvoorzitter Ben Vree en voorzitter van de Raad van Commissarissen, Herman Hazewinkel, zullen toetreden tot het bestuur van Boskalis, is van een onafhankelijke opstelling van beide heren in deze casus geen sprake.

Als aandeelhouder van Smit Internationale dienen wij een afweging te maken tussen de kans dat Boskalis nogmaals tot een verhoging van de biedprijs moet overgaan om aan het gewenste minimum van 75% te komen of dat wij, wanneer wij niet ingaan op de uitnodiging tot aanmelding, een belegging in een slecht verhandelbaar bedrijf accepteren met een bescheiden opwaarts koerspotentieel. Wij neigen naar aanmelding, cq verkoop van ons belang, omdat er alternatieven in onze portefeuille beschikbaar zijn die op korte en middellange termijn hogere rendementen beloven.

Sligro Food Group rapporteerde de jaarcijfers over 2009 die in lijn met de verwachtingen van analisten bleken te liggen. Bij een omzetstijging van 4,2% – autonoom: +5,1% – tot € 2.258 miljoen kwam de record netto winst eveneens 4,2% hoger uit op € 74,3 miljoen (2008: € 71,3 miljoen). De bruto winst nam met 1,9% toe tot € 525,7 miljoen (2008: € 516,1 miljoen). De procentuele bruto winstmarge nam af met 0,5% tot 23,3% door verhoogde actiedruk, prijsdruk in de afzetmarkt en sterke groei in segmenten met relatief lagere marges bij Foodservice. Ook de kosten als percentage van de omzet namen echter af met 0,6% tot 19,1% door besparingen, relatief lagere kosten in de 53e week en de gewijzigde activiteitenmix. Het bedrijfsresultaat ten bedrage van € 98,2 miljoen was nagenoeg gelijk aan dat van 2008 ondanks een afname van de overige bedrijfsopbrengsten met € 6 miljoen. Door de lagere overige bedrijfsopbrengsten nam het bedrijfsresultaat als percentage van de omzet af met 0,2% tot 4,3%. Het bedrijfsresultaat van Foodretail nam met bijna € 2 miljoen toe tot ruim € 5 miljoen, ondanks € 3 miljoen lagere overige bedrijfsopbrengsten. Foodretail wist een negatief bedrijfsresultaat van € 1 miljoen in het eerste halfjaar van 2009 om te buigen in een positief bedrijfsresultaat van ruim € 6 miljoen in het tweede halfjaar. Dit was vooral het gevolg van een succesvolle uitvoering van het Masterplan Foodretail dat begin vorig jaar werd gelanceerd. Foodservice zag haar bedrijfsresultaat met € 2 miljoen afnemen tot bijna € 93 miljoen. Dit was geheel het gevolg van € 3 miljoen lagere overige bedrijfsopbrengsten. Prijsdruk in de markt werd gecompenseerd door kostenbesparingen. Het saldo financieringsbatens en –lasten toonde een scherpe verbetering van bijna € 5 miljoen, terwijl het aandeel in het resultaat van geassocieerde deelnemingen – met name de participatie in SPAR Holding – een toename van 19% vertoonde tot € 5,8 miljoen. De belastingdruk nam toe van 22,7% tot 24,1% doordat in 2008 een eenmalig resultaat van € 1,5 miljoen kon worden verantwoord. De winst per aandeel kwam uit op € 1,68 (2008: € 1,63), een stijging van 3,1%. Omdat Sligro op 19 april a.s. 75 jaar bestaat, wordt voorgesteld om over het boekjaar 2009 een eenmalig jubileumdividend uit te keren van € 1,00 per aandeel in contanten, tegenover een keuzedividend van € 0,65 in 2008. Over 2010 voorzien wij een winst per aandeel van circa € 1,80, licht hoger dan de marktconsensus. Wij rekenen op enig verder herstel van de resultaten bij Foodretail en een stabilisatie van de (hoge) winstbijdrage van Foodservice. De aandelen noteren tegen de huidige beurskoers van € 22,- ruim 12 maal de getaxeerde winst voor dit jaar, terwijl het dividendrendement in dit jubileumjaar op 4,5% uitkomt. Sligro Food Group is daarmee een mooie defensieve belegging in de portefeuille.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 februari 2010 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	10,2%
Crucell	9,9%
UNIT4	8,8%
Brunel International	8,7%
Hunter Douglas	7,7%
Koninklijke Ten Cate	7,4%
BinckBank	6,6%
Smit Internationale	6,4%
Neways Electronics International	5,5%
Nedap	4,7%
Overige 10 ondernemingen	30,5%
Liquiditeiten en overige	-6,4%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

In de eerste week van februari moesten aandelenmarkten gemiddeld ruim 5% prijsgeven. Ofschoon de meeste winstcijfers van bedrijven conform de verwachtingen zijn of deze zelfs overtreffen, is dat voor beleggers vooral nog onvoldoende aanleiding op de huidige niveaus hun belangen te vergroten. De toegenomen spanningen in de Eurozone, vormgegeven door de zwakke begrotingssituatie in de PIGS-landen (Portugal, Italië, Griekenland, Spanje), zetten daarnaast aan tot verkoopdruk.

Deze verslechtering van het marktbeeld laat onverlet dat wij de structurele uitgangspositie van onze portefeuille als uitstekend beoordelen. Daarbij wijzen de meest recente indicatoren ook op een aantrekkelijk economisch herstel in de loop van dit jaar. De door ons geselecteerde ondernemingen zullen daar naar verwachting bovengemiddeld van profiteren. Bovendien voorzien wij een additionele ondersteuning van de winsten uit hoofde van een weer aantrekkende activiteit op het gebied van acquisities.

Vandaar dat wij vooral nog vasthouden aan een volbelegde positie in de portefeuille.

Wij vertrouwen erop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd en zijn desgewenst gaarne bereid tot het geven van een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Karel Vogel
Willem Burgers
Willem Meurer

Amsterdam, 9 februari 2010

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen