

MAANDBERICHT OVER JULI 2009

Inleiding

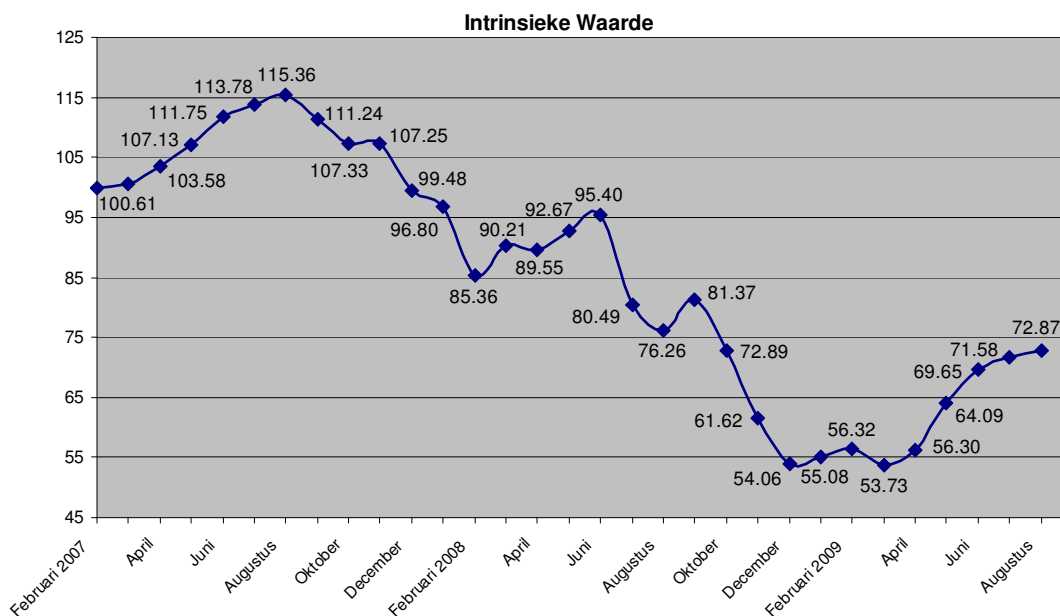
Na een korte consolidatie in de voorgaande maand vervolgde de aandelenmarkt het krachtige technisch herstel in juli. De AEX-index steeg met 11,2% tot 283,17, terwijl de Amsterdam Midkap Index 10,9% toevoegde op 404,00. De Amsterdam Smallcap Index klom 1,0% tot 396,17. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg met 1,8% van € 71,58 naar € 72,87. Year-to-date bedraagt de waardestijging 32,3%. Per 31 juli 2009 was voor een bedrag van € 34,6 miljoen belegd in 21 ondernemingen. Per 3 augustus 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 36,3 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum ruim 95% van het fondsvermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 3 augustus 2009	€ 72,87
Fondsvermogen per 3 augustus 2009	€ 36.264.411
Aantal uitstaande participaties per 3 augustus 2009	497.659

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						+32,30	-27,13



Mutaties in de portefeuille

De mutaties in de portefeuille hadden voornamelijk betrekking op de kleinere participaties. Zo werden de bescheiden belangen in **Beter Bed Holding** en **Exact Holding** verkocht, omdat beide ondernemingen de beoogde doelkoers hadden bereikt. Wij zien voor beide ondernemingen nog een uitdagende nabije toekomst in het verschiet, met beperkte ruimte voor een positieve verrassing in het winstmomentum. Om dezelfde reden verkleinden wij de posities in **ICT Automatisering**, **Nedap** en **Smit Internationale**.

Daarentegen breidden wij de belangen in **Direct Wonen**, **Grontmij**, **HES Beheer**, **Hunter Douglas**, **LBI International** en **Neways Electronics** uit. De waardering van deze ondernemingen reflecteert naar onze mening in onvoldoende mate het aanwezige herstellpotentieel in de komende periode.

Het belang in **Koninklijke Ten Cate** werd met één vijfde vergroot. Het resultaat van KTC over het tweede kwartaal bleef achter bij de marktconsensus en hierop volgde een heftige koersdaling van bijna 23%. Omdat de oorzaak van de achterblijvende resultaten een combinatie is van uitstel van projecten en een tijdelijke inflexibiliteit aan de kostenkant, achten wij de gerealiseerde performance niet maatgevend voor het potentieel op middellange termijn. Vandaar dat wij hebben besloten de relatieve weging van het belang te handhaven.

Wij voegden **Nutreco** – toonaangevende positie in de wereld van diervoeding en visvoer – toe aan de portefeuille. De beurskoers van het aandeel heeft in 2009 tot dusver belangrijk minder gepresteerd dan het marktgemiddelde, deels als gevolg van een éénmalig verlies in het eerste kwartaal. Omdat het management op strategisch gebied goede voortgang boekt, menen wij op een lage beurskoers een aantrekkelijke belegging aan onze portefeuille te hebben toegevoegd.

Bedrijfsnieuws

Het Franse farmacieconcern Sanofi-Aventis neemt een meerderheidsbelang in de Indiase vaccinproducent Shantha Biotechnics. Shantha is een concurrent van **Crucell** op het gebied van de productie en verkoop van vaccins tegen kinderziekten die via UNICEF in ontwikkelingslanden worden toegediend. Shantha Biotechnics zal naar verwachting over het boekjaar 2009 een omzet van \$ 90 miljoen realiseren. Op basis van de prijs die Sanofi-Aventis voor haar meerderheidsbelang betaalt, kan de marktwaarde van Shantha op € 550 miljoen worden bepaald. Deze hoge waardering plaatst de huidige marktwaarde van Crucell van circa € 1,14 miljard bij een omzet van € 283 miljoen over 2008 in bijzonder perspectief. Anderzijds is de kans dat Sanofi-Aventis Crucell zal gaan overnemen aanzienlijk verkleind. Shantha is immers een directe concurrent van Crucell en zal door de overname door Sanofi-Aventis op termijn een sterkere tegenstrever worden. Crucell rapporteert op 11 augustus a.s. de halfjaarcijfers. Daarnaast zal naar verwachting vóór eind september de uitslag van de Unicef-tender voor het kinderziektesvaccin *Quinvaxem* voor het programma 2010-2012 worden bekendgemaakt. Gezien de dominante positie van Crucell in deze deelmarkt, hebben wij er vertrouwen in dat de onderneming wederom een groot deel van deze tender zal worden gegund. Naar onze mening heeft het aandeel na bekendmaking van beide events nog zeker 15% opwaarts koerspotentieel. Het risico van een Mexicaanse griepandemie in het najaar zal de interesse in het aandeel allerminst doen verflauwen. Ook op andere terreinen blijft Crucell progressie boeken. Eind juli maakte Crucell een samenwerking bekend met het Amerikaanse PATH Malaria Vaccine Initiative en de United States Agency for International Development (USAID) Malaria Vaccine Development Programme (MVDP) voor de versnelde ontwikkeling van een vaccin tegen malaria, waarvoor Crucell's malariavaccin-programma als basis fungeert.

Technisch dienstverlener **Imtech** wist over de maand juli voor in totaal € 105 miljoen aan nieuwe orders binnen te halen. Het betrof een drietal grotere deelorders, te weten een opdracht ter waarde van € 30 miljoen voor duurzame technologie in het hoofdkwartier van de Nederlandse Koninklijke Landmacht, onderhoudsopdrachten in Spanje ter waarde van € 34 miljoen en opdrachten ter waarde van € 41 miljoen voor hightech duurzame oplossingen in Duitsland. De Duitse energiemarkt is voor Imtech een belangrijke groeiemarkt. De onderneming richt zich met een breed pakket aan energieservices en specifieke technologie op het optimaliseren van de

energieperformance. Hierbij is Imtech in staat om de complete technische infrastructuur in gebouwen en industriële voorzieningen zodanig op elkaar af te stemmen dat deze duurzaam en energiezuinig wordt. Een goed voorbeeld vormt de 'groene revatilisatie' die Imtech op dit moment uitvoert in het hoofdkantoor van de Deutsche Bank in Frankfurt. Bovendien is Imtech in staat op meerjarenbasis de complete verantwoordelijkheid te nemen voor levering, onderhoud en beheer van alle energievoorzieningen. Daarnaast integreert Imtech met innovatieve technologie het complete energieproces in bedrijfs- en productieprocessen. Alle operationele systemen en processen worden geanalyseerd en geoptimaliseerd. Dit leidt niet alleen tot efficiencyverbeteringen, maar ook tot aanzienlijke kosten- en energiebesparingen. Imtech is tevens actief in de markt van decentrale energievoorzieningen en energiecentrales. Imtech rapporteert op 11 augustus a.s. de halfjaarcijfers. Wij verwachten een solide voortgangsrapportage met een terughoudend trading statement. Niettemin verwachten wij dat analisten hun prognoses enigszins in opwaartse zin zullen bijstellen. Dit geldt onzes inziens in het bijzonder voor de taxaties voor 2010 die nu nog uitgaan van een winstdaling ten opzichte van 2009. Wij menen dat Imtech, gezien de ruime spreiding in haar portfolio en gestaag stijgende onderhoudsportefeuille, in toenemende mate aantoonbaar nog nauwelijks conjunctuurgevoelig te zijn. Vandaar dat wij een stijging van de winst per aandeel met 10% in 2009 hanteren. Hiermee komt deze uit op € 1,92 (2009 taxatie: € 1,75), waarmee onze taxatie ruim 15% boven de marktconsensus ligt. Imtech bekleedt momenteel de tweede positie in de portefeuille.

Veiligheidsregio Midden-en West-Brabant heeft gekozen voor het financiële systeem CODA Financials, een oplossing van **Unit 4 Agresso**. Dit nieuwe samenwerkingsverband van brandweer, politie, GMK (Gemeenschappelijke Meldkamer), GHOR (Geneeskundige Hulpverlening bij Ongevallen en Rampen) en rampenorganisaties in 26 gemeenten maakt in januari 2010 een doorstart met zijn shared services centre. De organisatie zocht daarom een centraal financieel systeem dat goed aansluit op de bestaande systemen die deelnemende partijen gebruiken zoals het salarissysteem en het opleidingsysteem. Met CODA-Financials heeft de organisatie een eenvoudig te gebruiken, webgebaseerde financiële oplossing die gemakkelijk te integreren is met verschillende onderdelen binnen de organisatie. De Veiligheidsregio Midden- en West-Brabant kan hierdoor sneller en efficiënter werken. Bovendien neemt de transparantie in de financiën toe. Daarnaast is het voor het nieuwe samenwerkingsverband belangrijk dat een financiële softwareapplicatie zo flexibel is dat het gemakkelijk is aan te passen aan veranderingen in de organisatie. Het in te richten shared services centre houdt in eerste instantie namelijk de administratie bij van de brandweer, de staf van de veiligheidsregio en gemeenten. In een later stadium zullen daar ook de meldkamer en de GHOR bij aansluiten. Unit 4 Agresso wint momenteel marktaandeel in de markt voor softwareoplossingen in de publieke sector. De aandelen worden tegen de huidige beurskoers van € 12,80 op circa 9,5 maal de getaxeerde winst van 2009 gewaardeerd. Voor 2010 voorzien wij een geringe stijging van de winst per aandeel tot € 1,40.

Technisch textielproducent **Koninklijke Ten Cate** kwam met een trading update over het tweede kwartaal van 2009. De omzet daalde in deze periode met 24% ten opzichte van het tweede kwartaal van 2008 tot circa € 230 miljoen. Over de eerste zes maanden bedroeg de omzet circa € 430 miljoen (-15%). De nettowinst over het tweede kwartaal bedroeg ruim € 13 miljoen, waarin per saldo een boekwinst van € 5 miljoen was begrepen uit hoofde van de verkoop van het 50%-belang in Geofabrics Australasia. De geschoonde netto winst over het eerste halfjaar van 2009 kwam daarmee uit op circa € 10 miljoen (2008 H1: € 25,4 miljoen). Ten Cate heeft als gevolg van het huidige economische klimaat prioriteit gegeven aan het beheersen van de financiële risico's. Het reduceren van de schuld en het handhaven van een sterke balans voerden de boventoon, winstgeneratie op korte termijn was hieraan tijdelijk ondergeschikt. Dit beleid leidde ertoe dat Ten Cate per medio 2009 ruim binnen de met de banken overeengekomen convenanten bleef: de debt / EBITDA-ratio verbeterde ten opzichte van het voorgaande kwartaal tot circa 2,5 (convenant 3,0). In de twee sectoren, beide goed voor circa de helft van de groepsomzet, was de ontwikkeling als volgt. Binnen het segment *Advanced Textiles & Composites*

compenseerde de groei van de omzet van beschermende weefsels voor defensietoepassingen ruimschoots de forse daling van de vraag in de industriële markt. In de vliegtuigsector was sprake van vraaguitval van aerospacecomposieten, die onder meer is opgetreden als gevolg van het afbouwen van voorraden binnen de gehele waardeketen. Vertragingen bij grote vliegtuigbouwers ten aanzien van de bouw van nieuwe toestellen droegen bij aan het uitblijven van de verwachte omzetgroei. De markt voor kleine vliegtuigen (Cirrus) toonde aan het eind van het tweede kwartaal een sterk herstel. De omzet in composieten voor militaire vliegtuigen en ruimtevaart liet een stijging zien. De omzet in armourcomposieten lag in het tweede kwartaal volgens verwachting op een lager niveau dan in dezelfde periode van vorig jaar. Dit werd veroorzaakt door de Amerikaanse markt, waar anders dan in het voorgaande jaar in het tweede kwartaal geen grote uitleveringen van orders plaatsvonden. In het segment *Geosynthetics & Grass* verslechterde in de Verenigde Staten de geosyntheticsmarkt ten opzichte van het afgelopen jaar door het vrijwel wegvallen van de gebruikelijke infrastructuurprojecten. De Europese en Aziatische markten lieten een redelijke tot goede performance zien. Gelet op het omzetaandeel van de Amerikaanse markt is het totale omzetsniveau van de groep in het eerste halfjaar met ruim 20% gedaald ten opzichte van het eerste halfjaar van 2008. Afnemers in de kunstgrassector opereerden terughoudend door liquiditeitskrachte, waardoor er in de aanloop naar het seizoen nauwelijks orders werden geplaatst. Kredietlimieten werden door verzekeraars gereduceerd. Dit had in het eerste halfjaar een drukkend effect op de afzetmogelijkheden.

De gepresenteerde trading update werd door analisten geïnterpreteerd als een winstwaarschuwing. De gemiddelde winsttaxaties voor 2009 werden met 25 tot 30% teruggebracht tot € 1,50 - € 1,70 per aandeel (2008: € 2,18). Ofschoon het Ten Cate-management zich onthield van een prognose van het jaarresultaat 2009, kunnen wij ons niet aan de indruk onttrekken dat de omzetgroei in 2009 Q2 met name in de Verenigde Staten sterker is achtergebleven dan voorzien. Daarentegen is het aannemelijk dat vanaf het derde kwartaal er een geleidelijk omzetherstel zal gaan plaatsvinden in combinatie met een scherpe margeverbetering, nu de daling van de grondstofprijzen in het voordeel van de onderneming gaat spelen. Niettemin lijkt het onvermijdelijk dat geheel 2009 met een winstdaling van tenminste 20% zal worden afgesloten, hetgeen het korte termijn plaatje rond Koninklijke Ten Cate voorsnog zal domineren. Wij zijn met name voor de iets langere termijn zeer positief gestemd ten aanzien van een belegging in KTC, omdat lange termijn trends als technische innovatie, duurzaamheid en groei van het marktaandeel in kansrijke Aziatische niche markten alle in het voordeel van de onderneming spreken. Daarnaast beschikt KTC over een voldoende stevige balansstructuur. Vandaar dat wij de weging van het belang in KTC in de verslagmaand op peil hebben gehouden. Dit impliceerde per saldo de vergroting van onze positie, omdat de beurskoers, onder grote omzetten, met 25 tot 30% daalde van € 18,- naar € 13,-. In de verwachting dat over 2010 een winst per aandeel van circa € 2,- haalbaar moet zijn, worden de aandelen thans tegen een behoorlijke discount ten opzichte van het marktgemiddelde verhandeld.

Ook *venture factory Nedap* had in de eerste zes maanden van 2009 zeer te lijden onder de gevolgen van de internationale recessie. De opbrengsten kwamen over genoemde periode 22% lager uit op € 55,5 miljoen (2008 H1: € 71,3 miljoen), terwijl het netto resultaat nagenoeg verdampte tot € 0,6 miljoen (2008 H1: € 6,0 miljoen). Onder normale economische omstandigheden zorgt het diversificatiebeleid van Nedap ervoor dat terughoudendheid in één of meerdere markten wordt opgevangen door groei in andere markten. De huidige kredietcrisis en recessie treffen nu echter bijna alle markten waarin Nedap actief is. De grotere marktgroepen Agri, Power Supplies en Specials ondervonden de meeste hinder van de huidige situatie. De directie heeft in verband met de sterk achterblijvende opbrengsten versneld haar plan doorgevoerd om een groot deel van de productieactiviteiten in Groenlo te beëindigen. Hierdoor zullen in de loop van het tweede halfjaar circa 60 medewerkers (48 fte) afvloeien. De totale kosten van de reorganisatie worden geschat op € 5,5 miljoen, waarvan € 0,6 miljoen op het resultaat over het eerste halfjaar drukt. De besparingen op jaarbasis zullen circa € 2,2 miljoen zijn. De directie verwacht geen verbetering in de algemene marktsituatie in de tweede helft van dit jaar. De solvabiliteit steeg van 42,6% eind 2008 naar 44,3% ultimo eerste halfjaar 2009. De reorganisatiekosten die ten

laste komen van het tweede halfjaar, circa € 4,9 miljoen, zullen naar verwachting een neerwaartse invloed op de solvabiliteit hebben van 4 procentpunten. Met een solvabiliteit van ruim 40% blijft de financiële structuur van Nedap kerngezond. Qua winstgevendheid is 2009 echter een verloren jaar, waarbij wij er tevens van uitgaan dat over dit jaar het contante dividend zal worden gepasseerd. Voor 2010 voorzien wij een terugkeer naar een winstgevend exploitatie, die evenwel nog behoorlijk zal achterblijven bij het niveau van 2008 toen € 13,9 miljoen (€ 2,06 per aandeel) werd verdiend. Wij taxeren voorlopig een winst per aandeel 2010 van € 1,- met bijbehorend € 0,90 contant dividend. Tegen de huidige beurskoers van € 16,- lijken de aandelen daarmee juist gewaardeerd. Omdat op korte termijn de perspectieven op een aanmerkelijk hogere waardering ontbreken, hebben wij de positie in Nedap in de verslagmaand verkleind. Zodra de marktvooruitzichten voor de grotere klantgroepen, met name Agri, Power Supplies, Specials, Retail Support en Security Management verbeteren, zullen wij niet schromen de positie weer uit te breiden. De leverage op de winst vanuit een gestegen omzet is bij Nedap namelijk uitzonderlijk hoog en vertaalt zich vrijwel direct in een zeer aantrekkelijk opwaarts (koers)potentieel.

Bouwmaatschappij **Koninklijke BAM Groep** heeft, in combinatie met Dura Vermeer, de opdracht verworven voor het project Sporen in Arnhem. Opdrachtgever is ProRail, de beheerder van het Nederlandse spoorweginet. Met het project is een bedrag van ongeveer € 110 miljoen gemoeid, waarvan circa € 74 miljoen voor BAM en circa € 36 miljoen voor Dura Vermeer. De werkzaamheden omvatten de bouw van een ongelijkvloerse spoor kruising met een lengte van 735 meter, een vierde perron en twee nieuwe perronsporen. De huidige perronoverkappingen en perrons, alsmede een passerelle (voetbrug) worden vervangen. Tevens voorziet het project in de complete herinrichting van het emplacement aan de west- en oostkant van het station, inclusief vernieuwing van sporen, bovenleiding en kabelwerk. Begin 2012 moet het project gereed zijn.

BAM-deelneming *Van Oord* (21,5%) heeft opdracht ontvangen voor de bouw van de fundaties en de elektrische infrastructuur van het eerste deel van het Belwind offshore-windmolenproject. Het windmolenpark wordt gebouwd in de Belgische territoriale wateren, 46 kilometer uit de kust van Zeebrugge. Het contract heeft een waarde van € 280 miljoen en is daarmee de grootste opdracht voor Van Oord dit jaar. Het project wordt eind november 2010 opgeleverd. Hiermee heeft Van Oord enige compensatie gevonden voor het vrijwel wegvallen van de (bagger)omzet in het Midden-Oosten.

Voor BAM Groep ligt de consensustaxatie voor 2009 op een winst per aandeel van € 0,98, terwijl voor 2010 op een verdere daling tot € 0,85 wordt gerekend. Tegen de huidige beurskoers van € 6,10 lijkt daarmee sprake te zijn van een faire waardering van Nederlands grootste bouwgroep. Met een koers/winstverhouding van ruim 7 maal *depressed* 2010 earnings en een contant dividend van € 0,35 per aandeel, goed voor een dividendrendement van 5,7%, kan worden gesproken van een eerste klas defensieve belegging.

De halfjaarresultaten van **LBi International**, digitale marketing en technologie, bleken onderliggend van goede kwaliteit te zijn. Weliswaar daalde de omzet met 18% tot € 34,3 miljoen als gevolg van lagere bestedingen door bestaande klanten, uitgestelde projecten en een afname van eenmalige inhouse projecten, het bruto bedrijfsresultaat (EBITDA) kon niettemin met ruim 18% worden verbeterd tot € 4,5 miljoen. Er werd een positieve cashflow van € 7,4 miljoen gegenereerd, hetgeen een weerspiegeling was van een aanhoudende focus op werkkapitaal- en cashflowmanagement. De nettoschuld nam met 21% af tot € 26,7 miljoen. In het eerste kwartaal heeft LBi reeds een reorganisatie doorgevoerd, waarbij het werknemersbestand met 9% werd teruggebracht. Tegelijkertijd werd in Nederland een zogenaamde *full-service hub* gevormd, waarmee met name grotere klanten efficiënter kunnen worden bediend. Deze reorganisatie drukte het netto resultaat met € 3,8 miljoen, maar zal aan de kostenkant een voordeel van € 9 miljoen op jaarbasis teweegbrengen. In de Verenigde Staten wordt momenteel een combinatie van de activiteiten van LBi Media (voorheen: Special Ops Media), LBi Nicholson en LBi Atlanta gevormd, waarmee ook in deze markt een eenduidige productaanbieding wordt mogelijk gemaakt. In dit kader was de classificering van LBi Nicholson als een *market leader* in het deze maand gepubliceerde 2009 Wave Report van Forrester een absolute doorbraak richting de doelgroep. LBi is hiermee de enige marketing

agency die het predikaat *market leader* in zowel de Verenigde Staten als Europa heeft verkregen. Voor 2010 levert dit onzes inziens een dusdanig positief effect op dat een winst per aandeel van € 0,20 – 0,25 haalbaar moet kunnen zijn. Ter vergelijking, in 2008 werd een geschoonde winst per aandeel van € 0,15 gerealiseerd, terwijl voor het lopende jaar wordt uitgegaan van circa € 0,10. Op basis van onze taxatie voor 2010 wordt tegen de huidige beurskoers van € 1,15 slechts iets meer dan 5 maal de verwachte winst voor de aandelen LBI International betaald. Indien onze prognose voor 2010 inderdaad bewaarheid mocht worden, dan is er een aanzienlijk opwaarts koerspotentieel voor LBI. Vandaar dat wij de positie in de aandelen in de verslagmaand met 50% hebben vergroot.

Nutreco (diervoeding en visvoer) meldde de overname van de diervoederactiviteiten van Cargill in Spanje en Portugal, waarmee een omzet van € 240 miljoen is gemoeid en Nutreco's marktaandeel met 3% stijgt tot 13% met een totaal volume van 3,4 miljoen ton. De transactie heeft een waarde van € 40 miljoen, waarvan € 10 miljoen wordt besteed aan reorganisatie- en transformatiekosten. Volgens marktbronnen zijn de over te nemen activiteiten momenteel marginaal winstgevend en streeft Nutreco ernaar de marges te verhogen tot 3%, gelijk aan die van de eigen Iberische activiteiten. Op een tweejaars basis zal deze overname, indien de interne doelstelling wordt gehaald, ruim € 0,10 aan de winst per aandeel kunnen toevoegen. Op basis van een getaxeerde winst per aandeel voor 2010 van € 3,25 (2009 taxatie: € 2,30) wordt tegen de huidige beurskoers van € 29,25 thans 9 maal de verwachte winst voor de aandelen Nutreco betaald en komt het dividendrendement op circa 4,5%. Wij hebben in de verslagmaand een klein pakket aandelen – 2,5% van de portefeuille-omvang – gekocht.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 3 augustus 2009 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Crucell	12,0%
Imtech	9,9%
Unit 4 Agresso	7,9%
Brunel International	6,6%
Direct Wonen	6,0%
Koninklijke Ten Cate	5,5%
Smit Internationale	5,4%
Nedap	4,8%
Grontmij	4,8%
TKH Group	4,2%
Overige 11 ondernemingen	28,2%
Liquiditeiten en overige	4,7%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De eerste handelsdagen van augustus brachten een voortzetting van de positieve trend van juli. Hierbij dient te worden aangetekend dat de handelsvolumes aan de magere kant zijn. De komende weken zullen in het teken staan van de publicatie van de halfjaarcijfers. Omdat de taxaties van analisten in de meeste gevallen zijn gebaseerd op *worst case scenarios* zou de actuele uitkomst van deze cijfers wel eens kunnen leiden tot zogenaamde relief rallies mocht blijken dat als gevolg van adequaat cash management en tijdig reorganiseren in combinatie met vergroting van het marktaandeel toch een naar omstandigheden tevredenstellend resultaat kan

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

worden gepresenteerd. Tegen deze achtergrond is een aanhoudend positieve beursstemming in de zomermaanden niet uit te sluiten. Bovendien zou dit marktherstel aan kracht kunnen winnen door (institutionele) beleggers die gaandeweg bevangen worden door de vrees de markt(rally) te gaan missen.

Anderzijds is vanuit de economie binnen een termijn van zes tot negen maanden geen wezenlijke positieve impuls te verwachten. Zelfs zijn er de nodige commentaren die ook voor geheel 2010 rekening houden met een recessieve marktomgeving. Met name kapitaalintensieve ondernemingen zijn voor hun winstgevendheid toch afhankelijk van minstens (het uitzicht op) een geringe economische groei.

Bij de samenstelling van onze portefeuille hebben wij op basis van deze bespiegelingen geopteerd voor een combinatie van:

- Ondernemingen die feitelijk recessieproof zijn en ook in 2009-2010 een stijgende winst per aandeel zullen rapporteren. Voorbeelden: Crucell en Imtech – **22% van de portefeuille**;
- ondernemingen die als gevolg van de recessie slechts milde gevolgen ondervinden in hun winstgevendheid en er in slagen marktaandeel te winnen. Voorbeelden: Unit 4 Agresso, Brunel International, Grontmij, Sligro Food Group en Nutreco – **24% van de portefeuille**;
- kapitaalintensieve ondernemingen die ook in 2010 worden geconfronteerd met druk op de winstmarges, maar waarvan in de waardering inmiddels veel slecht nieuws is verdisconteerd. Voorbeelden: Koninklijke Ten Cate, Smit Internationale, Nedap, TKH Group, Koninklijke BAM Groep, Hunter Douglas en Aalberts Industries – **28% van de portefeuille**;
- microcaps die niet of nauwelijks door analisten worden gevolgd, maar die kunnen bogen op forse marktaandelen in een (markt)niche en sterker uit de recessie zullen komen. Voorbeelden: Direct Wonen, HES Beheer, LBi International, Amsterdam Commodities, Neways Electronics, DPA Group en ICT Automatisering – **21% van de portefeuille**;
- liquiditeit ter grootte van **5% van de portefeuille** om in geval van een technische correctie aanvullende aankopen tegen aantrekkelijke(r) prijzen te kunnen uitvoeren.

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

6 augustus 2009