

MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2009

Inleiding

Na de korte correctie van oktober sloten de meeste aandelenindices de maand november met winst af. Deze winsten werden tegen het einde van de maand overigens gereduceerd door de schuldaflossingsproblematiek van Dubai World die beleggers koud op het dak viel. Per saldo wist de AEX-index november af te sluiten met een winst van 1,2% op 305,90. De Amsterdam Midkap Index klom 3,7% naar 483,91, terwijl de Amsterdam Smallcap Index 1,5% verloor op 433,46.

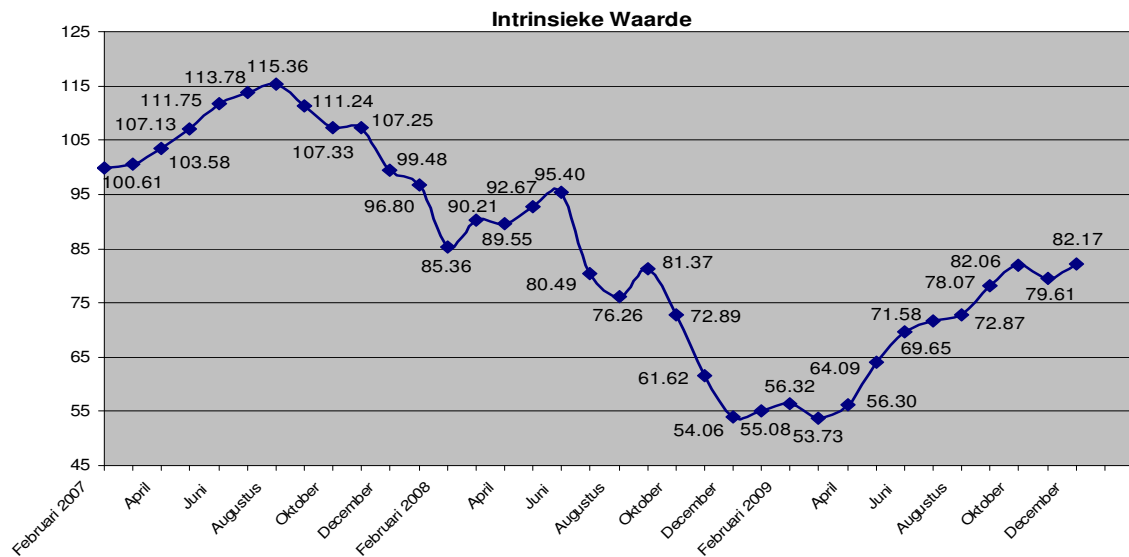
De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund eindigde de verslagmaand met een winst van 3,2% door een koersstijging van € 79,61 naar € 82,17. Year-to-date bedraagt de waardeinstijging 49,2%. Per 30 november 2009 was voor een bedrag van € 39,2 miljoen belegd in 23 ondernemingen. Per 1 december 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 37,5 miljoen, waarbij een kortstondige debetpositie van ongeveer 5% van de portefeuille-omvang is ontstaan als gevolg van enkele redemptions.

De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties per 1 december 2009 zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie	€ 82,17
Fondsvermogen	€ 37.470.013
Aantal uitstaande participaties	456.003

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		+49,18	-17,83



Mutaties in de portefeuille

In de verslagmaand werden de posities in **Hunter Douglas**, **Kendrion**, **LBI International**, **Neways Electronics International** en **USG People** licht vergroot. Het belang in **Grontmij** werd per saldo verder gereduceerd. De winstwaarschuwing die Grontmij bij publicatie van de resultaten over het derde kwartaal annonceerde, was voor ons aanleiding de weging in de portefeuille te halveren. Het kleine belang in **Macintosh Retail Group** werd met een boekwinst van circa 20% verkocht. Wij participeerden in de beursintroductie van verzekeraar **Delta Lloyd** en vergrootten het bij inschrijving verkregen aantal aandelen op de eerste dag van de notering. Het belang in Delta Lloyd correspondeert met 1% van de portefeuilleomvang.

Bedrijfsnieuws

Vaccinproducent **Crucell** rapporteerde derde kwartaalcijfers die achterbleven bij de marktconsensus. Dit was te wijten aan achterblijvende verkopen van Quinvaxem (vaccin tegen vijf kinderziekten) alsmede door negatieve valutakoersfluctuaties. Door het terugdraaien van een eerder genomen impairment was het gepresenteerde resultaat wel in lijn met de verwachtingen. Crucell handhaafde de verwachting voor geheel 2009 dat de groepsopbrengsten met 20% zullen toenemen in constante valuta en dat de operationele winst significant zal stijgen. Belangrijker is de bevestiging van het management dat de verkopen onder het Quinvaxem-contract na 2009 verder zullen stijgen en dat vanaf 2010 de licentie-inkomsten vanuit de strategische samenwerking met Johnson&Johnson aan omzet en resultaat gaan bijdragen. Met de kapitaalinjectie van J&J beschikt Crucell over een oorlogskas van ruim € 400 miljoen, waarbij wij er zonder meer van uitgaan dat een juiste aanwending hiervan ervoor zal zorgdragen dat het winstmomentum de komende jaren intact zal blijven. De huidige beurskoers van € 14,50 geeft onzes inziens een flauwe afspiegeling van de fair value van de onderneming. Wij refereren in dit kader aan de door J&J eind september betaalde € 20,63 per aandeel bij gelegenheid van het afsluiten van de strategische alliantie met Crucell die werd bezegeld met de verwerving van een 18%-pakket (nieuwe) aandelen in Crucell. De discount ten opzichte van deze betaalde prijs bedraagt derhalve thans bijna 30%.

Imtech (technische oplossingen) meldde in november voor in totaal bijna € 100 miljoen aan nieuwe opdrachten. Voor bijna € 31 miljoen werden opdrachten ontvangen voor hightech technische oplossingen van diverse farmaciebedrijven in Europa. Imtech ziet dat de Europese farmaceutische industrie structureel blijft investeren in innovatieve technologie. In dit kader beschikt Imtech over nagenoeg unieke technische competenties op het gebied van luchtbehandeling, cleanrooms, energietechniek, elektrotechniek en instrumentatie. Daarnaast werd voor ruim € 30 miljoen aan lange termijn technische onderhoudscontracten in Nederland afgesloten. Het gaat om diverse meerjarige onderhoudscontracten, te weten bij TNT Post, de Technische Universiteit Eindhoven en de Universiteit van Amsterdam, alsmede bij bierbrouwer Anheuser-Bush InBev in België. Tenslotte verwierf Imtech omvangrijke orders voor de upgrading en uitbreiding van technische oplossingen aan boord van bestaande marineschepen van onder meer de Nederlandse, Zuid-Koreaanse, Australische en Thaise marine. Tevens wordt voor de marine van Australië een deel van de technologie aan boord van nieuwe fregatten verzorgd. De opdrachten vertegenwoordigen een waarde van in totaal ruim € 38 miljoen. De brede spreiding van deze orders over industrieën en qua geografie vormt een goede indicatie van het risicoprofiel van Imtech. Tot op heden heeft Imtech in 2009 voor een totaalbedrag van € 881 miljoen aan nieuwe opdrachten gemeld. Dat is een stijging van 20% ten opzichte van de orderportefeuille eind 2008 van € 4,514 miljard en een verbetering ten opzichte van het jaar 2008 toen de ordeportefeuille steeg met 18%. De onderneming geldt als één van onze favorieten voor het beursjaar 2010. Kempen & Co hanteert als koersdoel € 24,-, hetgeen vanaf de huidige beurskoers van € 17,75 een opwaarts koerspotentieel van ruim 35% impliceert.

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde uitstekende cijfers over het derde kwartaal van 2009. De omzet nam met 9% toe tot € 196 miljoen in vergelijking met 2008 Q3 en met 8% in vergelijking met 2009 Q2. Het operationele resultaat bedroeg € 39 miljoen, hetgeen een daling van 7,1% betekende ten opzichte van 2008 Q3, maar een stijging

van 8,3% in vergelijking met 2009 Q2. De EBIT vertoonde in 2009 Q3 een teruggang van 31,8% ten opzichte van de vergelijkbare periode in 2008. Over de eerste negen maanden van 2009 bedroeg de daling van de EBIT 27,8% van € 48,5 miljoen tot € 35,0 miljoen. Voor geheel 2009 prognosticeert Brunel een omzet van circa € 725 miljoen en een EBIT van ten minste € 44 miljoen. Dit laat zich vergelijken met een omzet van € 714 miljoen en een EBIT van € 62,1 miljoen in 2008. Daarmee lijkt de impact van de financiële crisis op de resultaten van Brunel International beperkt te zijn in relatie tot sectorgenoten. CEO Jan Arie van Barneveld maakte bij de presentatie van de cijfers gewag van de eerste tekenen van marktherstel. Indien dit zich in de eerste helft van 2010 versterkt mocht doorzetten, lijkt een terugkeer in de richting van de recordwinst van 2008 niet onmogelijk. Tegen een beurskoers van € 21,- noteren aandelen Brunel International 12 maal de getaxeerde winst voor 2010 van € 1,75 (vergelijk: 2008: € 1,96, 2009tax: € 1,50), hetgeen een onevenredig hoge discount is ten opzichte van Randstad (20 maal) en USG People (17 maal).

Maritiem dienstverlener **Smit Internationale** stond in november in het middelpunt van de belangstelling door een nieuwe toenadering van Boskalis. Na eerdere mislukte pogingen van de zijde van Boskalis lijkt ditmaal een succesvolle overname van Smit door Boskalis een goede kans te maken. Niet zozeer de geïndiceerde hoogte van de bieding van € 60,- per aandeel Smit maakt het verschil, als wel de verzekering van de zijde van het management van Boskalis dat Smit de eigen identiteit binnen Boskalis zal behouden. Daarnaast zal de Divisie Harbour Towage de komende drie jaar integraal onderdeel blijven uitmaken van de gecombineerde groep en niet worden verkocht aan derden. Tenslotte zal bestuursvoorzitter Ben Vree toetreden tot de Raad van Bestuur van Boskalis. Twee grootaandeelhouders, Delta Lloyd en Janivo, hebben reeds ingestemd met de voorgenomen transactie, waardoor, met het 25%-pakket dat Boskalis reeds zelf in bezit had, nu 44% van de aandeelhouders Smit zich akkoord heeft verklaard met de overname. Dit is overigens nog geen garantie dat Boskalis kan rekenen op de gekwalificeerde meerderheid van 95% van alle aandelen. Daarvoor lijkt de geboden € 60,- exclusief het over 2009 uit te keren dividend(!), te laag te zijn in vergelijking tot de fair value. In een recente analyse berekende ING deze waarde op € 66,- per aandeel exclusief dividend over 2009 en op € 69,- inclusief het te verwachten dividend. Daarmee lijkt het laatste woord over de beursexit van Smit Internationale nog niet te zijn gezegd. Wij zijn vooralsnog niet voornemens in te gaan op de huidige geïndiceerde bieding van Boskalis zolang een deugdelijke onderbouwing van deze bieding ontbreekt.

De resultaten over het derde kwartaal 2009 van **Hunter Douglas** (raambekleding, architectonische producten) markeerden een omslag naar een geleidelijke verbetering van omzet en resultaten. De omzetzijde daling van 18,9% tot \$ 607,1 miljoen (2008 Q3: \$ 748,9 miljoen) lag beduidend onder de daling van 25,1% die over de eerste negen maanden van 2009 in vergelijking met dezelfde periode van 2008 werd genoteerd. De EBITDA over 2009 Q3 bedroeg \$ 56,3 miljoen (2008 Q3: \$ 90,3 miljoen). Daarnaast werd een aanvullende reorganisatievoorziening van \$ 2,6 miljoen getroffen (2008 Q3: nihil), waarmee de totale reorganisatievoorziening over de eerste negen maanden van 2009 op \$ 15,9 miljoen uitkwam. Op de Investment Portfolio werd een positief resultaat van \$ 4,5 miljoen geboekt tegen een verlies van \$ 26,9 miljoen in 2008 Q3. Het netto resultaat over het derde kwartaal 2009 bedroeg \$ 34,4 miljoen, een stijging van 10,6% ten opzichte van 2008 Q3 toen \$ 31,1 miljoen werd verdiend. Over de eerste negen maanden van 2009 was het netto resultaat \$ 39,6 miljoen (2008: \$ 69,3 miljoen). De winst per aandeel kwam over deze periode uit op € 0,81 (2008: € 1,19). Voor geheel 2009 taxeren wij een winst per aandeel van € 2,45 (2008: verlies € 0,64). Het vierde kwartaal is daarbij traditioneel het meest winstgevend van Hunter Douglas, waarbij vooral de bijdrage van Noord-Amerika met 60-70% van de groepswinst doorslaggevend is. Wij taxeren voor 2010 een voortzetting van het resultatenherstel en taxeren een winst per aandeel van € 4,45 waaruit naar onze schatting een contant dividend van € 1,80 per aandeel zal worden betaald. Het aandeel Hunter Douglas was in november met een koersstijging van 24,3% de best presterende deelneming in de portefeuille. Tegen de huidige beurskoers van € 31,50 wordt overigens slechts 7 maal de verwachte winst 2010 voor de aandelen betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 5,7%. In historisch perspectief zou een koers van € 50,- onzes inziens meer recht doen aan de uitstekende kwaliteiten van Hunter Douglas.

Op- en overslagbedrijf **HES Beheer** heeft in het derde kwartaal van 2009 een netto resultaat van € 5,9 miljoen gerealiseerd, € 0,8 miljoen hoger dan dezelfde periode van vorig jaar (€ 5,1 miljoen). Ook het genormaliseerde netto resultaat tot en met september was met € 11,9 miljoen beter dan dat van de vergelijkbare periode in 2008 van € 11,4 miljoen. Omdat er in de eerste negen maanden van 2009 geen bijzondere baten werden geboekt, bleef het netto resultaat achter bij dat van de eerste negen maanden van 2008, namelijk € 11,9 miljoen tegen € 12,7 miljoen, inclusief € 1,3 miljoen bijzondere resultaten en waardeveranderingen. Als gevolg van de economische crisis bleef de aanvoer van bulkgoederen de eerste negen maanden ruim 35% achter bij dezelfde periode van 2008. Desondanks verwacht de directie dat het genormaliseerde netto jaarresultaat (exclusief bijzondere baten en boekwinsten) van 2008 (€ 13,5 miljoen) zal worden overtroffen. Dit is te danken aan de onverminderd sterke vraag naar opslag, forse kostenreducties, efficiency verbeteringen en het aanpassingsvermogen van de medewerkers. De investeringen van de afgelopen jaren, waaronder forse uitbreiding van opslagfaciliteiten, hebben hun nut bewezen. Deze opslagcapaciteit is en wordt nog verder vergroot. Naar verwachting zal de aanvoer in het vierde kwartaal enigszins aantrekken vanwege toenemende industriële activiteiten in het achterland. Het laat zich op dit moment aanzien dat de opbrengsten uit opslag ook in het laatste kwartaal op een goed niveau zullen blijven. Voor de middellange 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 winst per aandeel van € 1,65, nagenoeg gelijk aan de winst van 2008 inclusief bijzondere baten. De aandelen HES Beheer noteerden met een koersstijging van 17,6% in november de beste individuele performance na Hunter Douglas. Tegen de huidige beurskoers van € 22,- wordt 13,3 maal de verwachte winst 2009 voor de aandelen betaald. Gezien voornoemde gunstige perspectieven op een voortgezette winstgroei vanaf 2010 achten wij dit een aantrekkelijke waardering.

Naar verwachting zullen de opbrengsten van de NV Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** over het tweede halfjaar licht stijgen ten opzichte van het eerste halfjaar van 2009 (€ 55,5 miljoen). De winst uit normale bedrijfsvoering, over het eerste halfjaar € 1,0 miljoen na belastingen, zal daarmee ook hoger zijn. De kosten van de reorganisatie, die grotendeels in het tweede halfjaar wordt doorgevoerd en nog circa € 3,7 miljoen na belastingen vergt (eerste halfjaar: € 0,4 miljoen), komen hierop in mindering. Ook na betaling van de reorganisatiekosten blijft de financiële positie van Nedap onverminderd sterk met een solvabiliteit van boven de 40%. De besparingen, die zijn begroot op € 2,2 miljoen op jaarbasis, zullen vanaf 2010 in de resultaten zichtbaar zijn. Vergeleken met het jaar 2008 zullen de opbrengsten in 2009 belangrijk tot sterk achterblijven (2008: € 143,0 miljoen). Wij taxeren opbrengsten ter grootte van € 113 miljoen (-21%). De winst na belastingen en voor aftrek van de reorganisatiekosten zal daardoor bescheiden zijn. Gegeven de moeilijke marktomstandigheden is de directie echter niet geheel ontevreden over de gang van zaken. De marktgroepen zijn ondanks de wereldwijde crisis blijven investeren in productontwikkeling en marktwerking. De totale uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling zullen naar verwachting in 2009 op hetzelfde niveau liggen als in 2008, rond € 11,5 miljoen, ofwel op circa 10% van de omzet. De verschillende marktgroepen maken een sterk uiteenlopende ontwikkeling door. Van de grotere marktgroepen hebben *Security Management* (systemen voor toegangscontrole, betaling, brand- en inbraakmelding, observatie en biometrie) en *AVI* (Automatische Voertuig Identificatie) minder last van de economische situatie dan verwacht. Hun opbrengsten zullen in 2009 nagenoeg op het niveau van 2008 liggen. Daarentegen zijn de opbrengsten van *Agri* (automatisering, beheer- en informatiesystemen voor de melkvee- en varkenshouderij) aanzienlijk minder dan verwacht. In 2007 en 2008 profiteerde deze groep nog sterk van de investeringsgolf in vooral de melkveehouderij. Economische crisis en lage melkprijzen laten in 2009 duidelijke sporen na in de sector. Lichtpuntjes zijn hier de zich langzaam herstellende melkprijs en de verbeterde marktsituatie in Oost-Europa en Noord-Amerika. De marktgroepen *Power Supplies* (elektronische besturingen gebaseerd op vermogenselektronica voor o.a. licht, kantoorautomatisering, medische scanapparatuur, autonome energiesystemen) en *Specials* (elektronische besturingen voor home comfort en car comfort, alsmede aansluitmateriaal voor telecom) werkten in 2009 nog bijna volledig als klassieke toeleveranciers, met een relatief grote afhankelijkheid van haar klanten. Nedap heeft al eerder besloten deze afhankelijkheid versneld te verminderen door eigen productlijnen te introduceren en de commerciële activiteiten daar op

te richten. De opbrengsten van beide groepen blijven in 2009 sterk achter bij die van 2008. Wij voorzien een substantiële bijdrage als gevolg van de vernieuwde aanpak vanaf de tweede helft van 2010. Op dit moment wordt gewerkt aan productlijnen voor energie- en lichtbesturingssystemen en systemen voor wonen en zorg. De eerste producten zijn dit najaar op de markt gebracht. Tenslotte blijven ook de opbrengsten van *Retail Support* (antiwinkeldiefstalsystemen, beheer- en informatiesystemen voor dervingbestrijding) achter bij de verwachting. De slechte economische situatie in Oost-Europa, Spanje en Groot-Brittannië is hier debet aan. De groep heeft de afgelopen periode nieuwe marktconcepten ontwikkeld en ingevoerd. Zij richt zich hiermee nog nadrukkelijker op eindklanten. De eerste resultaten zijn hoopgevend. In Azië is de groep vanaf begin 2009 met een eigen vestiging in Shanghai aanwezig. Zowel aan de inkoop- als aan de verkoopkant versterkt zij hiermee haar positie. Ook andere marktgroepen werken nu vanuit deze vestiging.

Als echte *late cyclical* ervaart Nedap de volledige impact van de recessie in 2009 en, naar onze verwachting, ook in de eerste helft van 2010. Pas vanaf de tweede helft van 2010 houden wij rekening met een herstel van de opbrengsten, hetgeen kan worden versneld door het succes van de vele innovaties die op de verschillende deelmarkten worden geïntroduceerd. Wij hanteren een winst per aandeel 2009 van € 0,25 per aandeel en van € 0,75 voor 2010. Op basis van de huidige beurskoers van € 17,90 wordt 24 maal de getaxeerde winst 2010 voor de aandelen betaald. Deze hoge waardering is onzes inziens terecht gezien het lonkend perspectief op een terugkeer naar het winstniveau van 2007 en 2008 (€ 2,00 per aandeel), zoals dat vanaf 2011 weer tegemoet mag worden gezien.

Neways Electronics International heeft in lijn met eerder uitgesproken verwachtingen in het derde kwartaal van 2009 een substantieel lagere omzet gerealiseerd dan in dezelfde periode in 2008. De eerder ingezette en doorgevoerde kostenreducties hebben effect gesorteerd en geleid tot een verbetering van het operationele resultaat ten opzichte van het tweede kwartaal van 2009. Het operationeel resultaat in de maanden juli en augustus was negatief, maar in september licht positief. Zowel omzet als orderintake zijn sinds september duidelijk toegenomen. De inmiddels grotendeels doorgevoerde kostenbesparingen zullen per eind 2009 leiden tot een break-even niveau van tussen € 190 – 195 miljoen op basis van de netto omzet. In het derde kwartaal heeft een strikt cashflow- en werkkapitaalbeheer geleid tot een efficiëntere aanwending van middelen en een verkorting van de balans. De financiële positie van Neways blijft met een solvabiliteit van ruim 43% sterk. Wij houden rekening met een verlies van naar schatting € 3 miljoen over 2009, zodat het tweede halfjaar per saldo een winst van € 1 miljoen zou moeten opleveren. Voor het vierde kwartaal van 2009 en de eerste maanden van 2010 is Neways gematigd positief. De gestegen orderintake is met name terug te voeren op vraagherstel vanuit de halfgeleider- en automotieve sector. Dit is echter zeker niet in alle sectoren het geval, waardoor er op dit moment nog geen sprake is van een breed gedragen herstel in de Electronic Manufacturing Services-markt. Voor 2010 houden wij rekening met een netto resultaat van circa € 7 miljoen (ofwel € 0,75 per aandeel), met name op basis van de verwachting dat het herstel in de EMS-markt in de loop van 2010 breder zal worden gedragen. Tegen de huidige beurskoers van € 6,35 wordt ruim 8 maal de door ons getaxeerde winst 2010 voor aandelen Neways betaald.

Amsterdam Commodities (Acomo), een wereldwijd toonaangevend handelshuis op het gebied van specerijen (Catz International, 100%) en natuurrubber (RCMA Asia, 43%) en handelend in meer dan 90 landen, meldde dat de activiteiten zich in het derde kwartaal van 2009 verder positief hebben ontwikkeld, dat de resultaten positief waren en in lijn lagen met de gunstige trend van het eerste halfjaar. Er was met name sprake van een geleidelijke normalisering en verbetering van de handel in en distributie van voedingsgrondstoffen en ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie. Het management is positief gestemd met betrekking tot deze activiteiten voor het vierde kwartaal. Na de sterke terugval van de wereldwijde vraag naar rubber en de omzetten in het eerste halfjaar zag men een stabilisatie van de vraag tijdens het derde kwartaal, die gepaard ging met een hoge prijsvolatiliteit en per saldo hogere prijzen. Door de aanhoudende moeilijke marktomstandigheden is het verdere verloop voor de rest van 2009 nog onzeker. Voor geheel 2009 bevestigt de onderneming de eerdere uitspraak dat wederom een voor aandeelhouders

goed resultaat zal worden gerealiseerd. Wij taxeren een winst per aandeel van € 0,60 (2008: € 0,54) waaruit een contant dividend van € 0,39 per aandeel betaalbaar kan worden gesteld – pay out ratio: 65%. Tegen de huidige beurskoers van € 5,00 wordt derhalve 8,3 maal de verwachte winst voor de aandelen Acom betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 7,8%.

Technologiebedrijf **TKH Group**, gespecialiseerd in het creëren en leveren van innovatieve Telecom, Building en Industrial Solutions, rapporteerde over het derde kwartaal van 2009 een 27,5% lagere omzet van € 179,2 miljoen (2008 Q3: € 247,3 miljoen). De EBITA vóór bijzondere lasten daalde met 44% van € 19,5 miljoen naar € 10,9 miljoen. Er was wel een verbetering van de EBITA ten opzichte van het tweede kwartaal van 2009 en wel van 31,4%. Een verbeterde omzetsituatie binnen Building Solutions was hiervoor mede verantwoordelijk. Voor eerder aangekondigde reorganisaties nam TKH een bijzondere last ter grootte van € 4,4 miljoen. De kostenbesparingen konden verder worden opgevoerd tot € 10,1 miljoen. De verdere afbouw van de schuldpositie ligt goed op schema met een daling van € 17,7 miljoen. Het management handhaaft de eerdere prognose van een verbetering van het netto resultaat voor bijzondere lasten voor de tweede helft van 2009 ten opzichte van de eerste helft van het jaar. Aan deze verwachting ligt een voorzichtig herstel van de order intake binnen Industrial Solutions ten grondslag. Voor geheel 2009 ligt de marktconsensus op een winst per aandeel van € 0,50, terwijl voor 2010 de bandbreedte voorslagnog op € 0,80 – 0,90 ligt. Tegen een beurskoers van € 11,70 worden de aandelen TKH Group zodoende op 13,8 maal de getaxeerde winst 2010 verhandeld.

Aalberts Industries (Industrial Services & Flow Control) gaf een kwalitatieve trading update over het derde kwartaal van 2009. Deze periode werd gekarakteriseerd door een bescheiden opwaartse trend en een verbeterde orderingang. Dit was hoofdzakelijk te danken aan een verminderde voorraadafbouw bij klanten, de introductie van nieuwe producten, geïntensiveerde verkoopinspanningen en organisatorische verbeteringen. Door de getroffen maatregelen is de efficiency verbeterd en het kostenpeil structureel verlaagd. Als gevolg van het gevoerde beleid dat is gericht op margebehoud, lagen de resultaten over het derde kwartaal op het niveau van Q2, ondanks een lager activiteitsniveau als gevolg van de zomerperiode. Daarbij bleef het accent onverminderd gericht op een optimalisering van het werkkapitaal. In Industrial Services was een licht volumeherstel waarneembaar, deels als gevolg van een toename van de zogenaamde repeat orders. Aalberts wist in deze sector te profiteren van de tendens om orders te vergeven aan voornamelijk solide en betrouwbare leveranciers. In halfgeleiders en in de automotive industrie was een bescheiden herstel zichtbaar, maar in de precisie engineering industrie bleven de activiteiten steken op een laag niveau, terwijl in aerospace zelfs nog sprake was van een dalende tendens. In Flow Control wist Aalberts haar positie te versterken door de introductie van nieuwe producten en systemen, alsmede door een versnelling en intensivering van de cross selling tussen de geografische business units. Over het algemeen kwam in deze sector het proces van voorraadafbouw gedurende het kwartaal tot stilstand. Renovatie- en onderhoudswerkzaamheden groeiden, terwijl het nieuwbouw segment lastig bleef. Het management onthield zich van een concrete uitspraak ten aanzien van het te verwachten resultaat over 2009. Echter, er werd benadrukt dat Aalberts Industries als gevolg van de getroffen maatregelen en de aangescherpte strategie versterkt uit de recessie tevoorschijn zal komen. De winsttaxaties blijven onveranderd op € 0,45 – 0,50 voor 2009 en op € 0,65 – 0,75 voor 2010 staan. Tegen de huidige beurskoers van € 9,50 wordt daarmee met ruim 13 maal de getaxeerde winst 2010 enig voorschot genomen op het komende winstherstel van de onderneming.

Zowel ingenieursgroep **Grontmij** als bouwconcern **BAM Groep** presenteerde uitgesproken tegenvallende derde kwartaalcijfers. Feitelijk komt het erop neer dat de maand september, de laatste maand van het derde kwartaal, geen vervolg bracht op het broze herstel dat zich vanaf het tweede kwartaal voorzichtig had gemanifesteerd. Hierdoor moesten zowel Grontmij als BAM een winstwaarschuwing afgeven, die bovendien gepaard ging met aanvullende reorganisatievoorzieningen en, in geval van BAM, van een impairment van de vastgoeddivisie.

Grontmij zal in januari 2010 een nieuw strategisch plan voor de periode 2010 – 2015 presenteren. Anders dan eerdere strategische plannen is ditmaal niet voor een driejaars, maar voor een vijfjaars periode gekozen. Dit is volgens de nieuwe CFO Mel Zuydam gedaan om de verwachte overgang (na twee, drie jaar) van stimuleringsprogramma's van (lokale) overheden naar private finance initiatives (pfi's) te overbruggen en Grontmij's positie als een Europese topspeler te kunnen veiligstellen. Naar verwachting zal Grontmij zich gaan specialiseren in drie hoofdsegmenten, te weten: Water, Transport en Energy. In de eerste twee sectoren is Grontmij reeds goed vertegenwoordigd, met name in het UK (water) en Denemarken en Nederland (Transport). Energy is nog niet heel groot, maar groeit verreweg het sterkst, met name in Duitsland en Polen. Laatstgenoemd land is geruisloos gepromoveerd van zogenaamd focusland tot volwaardige thuismarkt (naast Nederland, Duitsland, UK/Ierland, Denemarken, België en Zweden). Met thans circa € 15 miljoen omzet lijkt Polen de springplank te gaan worden om ook in andere Oost-Europese markten aan de weg te gaan timmeren. In de nieuwe strategie zullen de sectoren Building, Environment en Industry de tweede viool spelen. In deze sectoren liggen de te behalen rendementen structureel lager en is de concurrentie heviger. Vermoedelijk zal de zogenaamde Enhanced Profitability doelstelling worden verhoogd van 8-9% naar 10% door deze aanscherping van het portfolio management. Deze hogere rendementsdoelstelling moet worden gehaald tegen de achtergrond van een aangescherpte support services strategy. Volgens Zuydam ligt er nog een groot verbeterpotentieel in property portfolio management. Van de huidige 130 Europese kantoren zullen er vermoedelijk 10-20 boventallig blijken te zijn. Ook een scherper cash management moet bijdragen, terwijl daarnaast doorgevoerde afslankoperaties in Nederland, UK en Zweden vanaf volgend jaar tot extra resultaat zullen leiden. Tenslotte zal in januari 2010 naar alle waarschijnlijkheid ook een acquisitie worden afgerond, tegelijkertijd met de externe communicatie van de nieuwe strategie.

Ofschoon de derde kwartaalcijfers tegenvielen en ook het winstmomentum over de eerste zes maanden van 2010 nog negatief zal zijn, lijkt Grontmij per saldo toch sterker uit de crisis tevoorschijn te komen. Indien de lagere resultaten van 2009 worden vergeleken met die van 2007 resteert nog altijd een bescheiden groei. Ongeveer 70% van Grontmij's opdrachten is afkomstig van (lagere) overheden. Met 8.000 medewerkers en jaarlijks 25.000 engineering projects beschikt Grontmij over een brede basis die ook in mindere tijden goed moet kunnen presteren en renderen. De aangescherpte focus van het nieuwe strategische plan zal vanaf de tweede helft van 2010 moeten leiden tot een herstel van de groei. Tegen een koers van € 16,40 wordt ongeveer 10 maal depressed earnings voor de aandelen Grontmij betaald en bedraagt het dividendrendement getaxeerd ruim 5%. Een mooi defensief aandeel met uitzicht op meer vanaf medio volgend jaar.

De vooruitzichten voor **Koninklijke BAM Groep** moeten minder positief worden ingeschat.

Vastgoed(ontwikkelings)markten zullen vooralsnog onder druk blijven staan. CEO Joop van Oosten gaat ervan uit dat een harde sanering in de sector gedurende de komende twaalf maanden onvermijdelijk is. Het netto resultaat over de eerste negen maanden van 2009 bleef feitelijk alleen positief door een buitengewone fiscale bate van € 80 miljoen. Hiermee is het niet-operationele compensabele verlies in Duitsland ter grootte van ruim € 300 miljoen terugverdiend, hetgeen de destijds bij overname betaalde aankoopprijs van de desbetreffende ondernemingen in Duitsland betreft. In Duitsland resteert nu nog € 400 miljoen onbeperkte compensabele verliezen die de komende jaren in Duitsland tot een nul-belastingdruk zal leiden. BAM zal zich binnenkort intern gaan beraden over Duitse expansie. Gezien het traumatische verleden is men kennelijk verdeeld over de vraag of uitbreiding bij de oosterburen wel wenselijk is. Van Oosten gaf als mogelijk alternatief verdere uitbreiding in het Verenigd Koninkrijk, alwaar het track record van BAM zonder meer goed is. Op het gebied van overnames behoeft voorlopig geen actie te worden verwacht. Snelle afstoting van het niet-strategische 21,5%-pakket in baggermaatschappij Van Oord lijkt evenmin een optie te zijn. Van Oosten betitelde verkoop tegen de huidige prijs als 'niet interessant'. Wel zullen vermoedelijk meerdere private finance initiatives worden afgesloten in de eerste helft van 2010. Daarnaast zal BAM in de sectoren Bouw en Infra in 2010 min of meer stabiele resultaten moeten kunnen realiseren, maar blijven de vooruitzichten voor de al hard geraakte sector Vastgoed op z'n best uitdagend. Verdere afboekingen/voorzieningen moeten voor 2009 Q4 en 2010 dan ook niet

worden uitgesloten. Ingenieursbureau Tebodin is het meest vroegcyclische bedrijf in de Groep. Hier zouden de eerste tekenen van herstel in de tweede helft van 2010 zichtbaar moeten worden. BAM (Installatie) Techniek is laatcyclisch, heeft weliswaar een recordorderingang, maar kampt met historisch lage marges. BAM wenst dit segment te vergroten vanwege de hoge te genereren toegevoegde waarde. Het probleem hier is dat er weinig tot niets te koop is tegen aanvaardbare prijzen.

Naar verwachting zal BAM op z'n vroegst in 2011 weer de weg omhoog weten te vinden. De verkoop van het Van Oord-pakket zou dan als katalysator kunnen fungeren en (een deel van) de verborgen waarde van de vennootschap kunnen ontsluiten. Omdat tot die tijd een belegging in BAM Groep vermoedelijk niet tot outperformance binnen de portefeuille zal leiden en omdat BAM Groep al enige tijd niet meer tot het beleggingsuniversum behoort, is inmiddels besloten tot verkoop van het resterende pakket over te gaan.

De omzet van **Sligro Food Group** over de eerste drie kwartalen (39 weken) van 2009 beliep € 1.635 miljoen, een toename van 2,3% (Q3: 5,6%) ten opzichte van de vergelijkbare omzet in 2008 van € 1.599 miljoen. De autonome omzetgroei bedroeg 5,3% (Q3: 7,7%). Bij Foodretail beliep de toename van de identieke consumentenomzet 6,8% voor de voornaamste winkelformule EMTÉ (Q3: 8,8%) en 3,1% voor de Golf-formule (Q3: 4,5%). Hiermee presteerde EMTÉ ruimschoots beter dan de markt. In overeenstemming met het Masterplan Foodretail werd het aantal vestigingen in 2009 met 14 teruggebracht tot 125. Bovendien was in de eerste helft van 2008 nog € 20 miljoen MeerMarkt omzet in de Foodretailomzet opgenomen. Deze omzet ressorteert thans onder de omzet van SPAR, waarin Sligro een deelneming van 45% houdt. Binnen Foodservice beliep de autonome omzetgroei 5,0% (Q3: 7,6%), waarmee ook hier de markt duidelijk werd verslagen. In het convenience-/petrolsegment was sprake van flinke groei, mede als gevolg van faillissementen van andere aanbieders. Sligro onthoudt zich van een concrete voorspelling van de jaarresultaten, mede door de onzekere marktomstandigheden. Gezien de aantrekkelijke groei in het derde kwartaal, achten wij een meevallend resultaat alleszins mogelijk. Tegen de huidige beurskoers van € 22,50 wordt thans 13,2 maal de getaxeerde winst van € 1,70 voor de aandelen Sligro Food Group betaald. Op basis van onze taxatie van € 1,90 voor 2010 bedraagt de multiple 11,8.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Crucell	10,5%
Imtech	10,1%
Unit 4 Agresso	8,5%
Brunel International	6,9%
Koninklijke Ten Cate	6,8%
Smit Internationale	6,4%
Hunter Douglas	6,4%
HES Beheer	5,8%
Neways Electronics International	4,8%
Nedap	4,7%
Overige 13 ondernemingen	34,7%
Liquiditeiten en overige	-5,6%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Nadat de zorgen over de schuldbestand van Dubai World enigszins naar de achtergrond waren gedrongen, voltrok zich in de eerste handelsdagen van december een technisch marktherstel. Wij hebben daarvan gebruik gemaakt om de ontstane debetpositie te verkleinen. Traditioneel zijn de handelsvolumes in december gering, zodat wij in de resterende weken slechts kleine aanpassingen in de portefeuille zullen aanbrengen. Gezien de gunstige vooruitzichten voor de portefeuille voor met name de eerste zes maanden van 2010, zijn wij voornemens de huidige volbelegde positie te handhaven.

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,

Willem Burgers

Willem Meurer

Karel Vogel

Hilco Wiersma

Amsterdam, 8 december 2009