

MAANDBERICHT OVER DECEMBER 2008

Inleiding

Het dramatische beleggingsjaar 2008, tevens het slechtste beursjaar in de geschiedenis, werd in december in stijl afgesloten. Per saldo verloor de aandelenmarkt, gemeten naar de AEX-index, in december 2,6% en leverde de AMX-index 3,3% in. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund sloot de verslagmaand 1,9% hoger af op € 55,08, waarmee een klein deel van de forse verliezen van de voorgaande drie maanden werd goedge maakt. Over geheel 2008 daalde de intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund met 43,1%, een ongekende daling maar beduidend beter dan de AEX-Index en de AMX-Index die beide ruim 50% (inclusief dividend) van hun waarde inleverden.

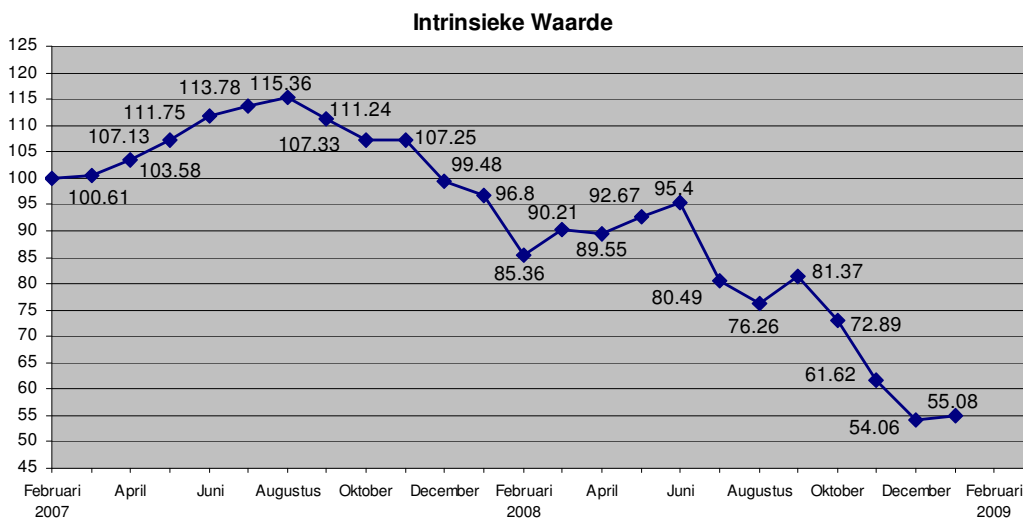
Per 31 december 2008 was voor een bedrag van ruim € 26,6 miljoen geïnvesteerd in 24 ondernemingen. Per 2 januari 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 28,4 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 94% van het fondsvermogen is belegd.

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

| | |
|--|--------------|
| Intrinsieke waarde per participatie per 2 januari 2009 | € 55,08 |
| Fondsvermogen per 2 januari 2009 | € 28.330.062 |
| Aantal uitstaande participaties per 2 januari 2009 | 514.379 |

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 |



Mutaties in de portefeuille

De mutaties bleven in de verslagmaand beperkt tot wat kleine aanpassingen in de portefeuillestructuur welke werden ingegeven door de nog altijd zeer hoge koersvolatiliteit. Zo werd, voorafgaand aan de winstwaarschuwing, het belang in **Aalberts Industries** met circa 10% verkleind. Daartegenover stond de uitbreiding van de positie in **SMIT Internationale**, de koers kwam onder zware druk te liggen nadat Boskalis had aangekondigd de bieding op het Rotterdamse concern vooralsnog niet door te zetten. De aankoopprogramma's in **Acom**, **Brunel International**, **Direct Wonen**, **Exact Beheer** en **ICT Automatisering** werden voortgezet, waarbij de aankopen plaatsvonden op of rond recente nieuwe dieptepunten in de koers. Op het gebied van arbitragetransacties werd een tweetal posities in **Ordina** en **Unit 4 Agresso** met succes afgerond. Als nieuwe naam in portefeuille verscheen online broker **BinckBank**. Op basis van de bescheiden absolute en relatieve waardering menen wij dat BinckBank in de toekomst een goede bijdrage aan het resultaat van het Add Value Fund moet kunnen leveren.

Bedrijfsnieuws

Vaccinproducent **Crucell** maakte bekend toestemming van de Chinese autoriteiten te hebben gekregen voor de registratie van haar Hepavax-Gene vaccin tegen hepatitis B. Dit is een belangrijke stap voor Crucell, omdat de omvang (grootste ter wereld) van de Chinese markt voor dit vaccin in de periode 2007 – 2012 volgens marktvorsers ruimschoots zal verdubbelen van \$ 340 miljoen in 2007 naar \$ 800 miljoen in 2012 (CAGR: > 18%). Crucell wordt in staat geacht een behoorlijk marktaandeel te verwerven, waarbij de beschikbaarheid van een eigen salesforce in China dit proces kan versnellen. Daarnaast meldde Crucell een drietal licentie-overeenkomsten voor het gebruik van haar PER.C6 productieplatform. Met name een overeenkomst met GlaxoSmithKline sprak tot de verbeelding. Volgens Karen King, President van DSM Biologics – Crucell's joint venture partner in PER.C6 – brengt deze overeenkomst de ambitie om de PER.C6 technologie tot een gouden standaard voor gebruik in de biotechnologiesector te maken, een stuk dichterbij. De koers van Crucell steeg in december met 4,7% tot € 10,89. Het aandeel behoorde met een verlies van 4,5% over geheel 2008 tot de best presterende aandelen van de Amsterdamse beurs in het afgelopen jaar. Met het huidige positieve winstmomentum achten wij Crucell in staat deze relatieve outperformance in 2009 te herhalen.

Imtech, technische dienstverlening in Europa, maakte bekend dat het in Spanje haar portfolio versterkt met de overname van de elektrotechnische specialist Hugué. Deze onderneming telt 220 medewerkers en realiseerde in 2007 opbrengsten van ruim € 31 miljoen. De overname die uit eigen middelen wordt gefinancierd, zal direct bijdragen aan de winst per aandeel. Voor Imtech is de overname van Hugué een logische stap in de uitbouw van de Spaanse activiteiten. In Spanje is de groep tot op heden voornamelijk actief met hightech werktuigbouwkundige procesttechnologie en geavanceerde lucht- en klimaattechnologie. Men zocht al een paar jaar naar een goede Spaanse elektrotechnische dienstverlener die de Imtech-portfolio, net als in de andere Europese thuismarkten, kan verbreden. Het doel is om ook in Spanje totale technische oplossingen aan te kunnen bieden. Met de overname én ook door inmiddels autonoom opgestarte elektrotechnische activiteiten zet Imtech een flinke stap voorwaarts. Dit biedt synergie, talloze mogelijkheden tot cross selling en hogere toegevoegde waarde. Hugué heeft vestigingen in Madrid, Barcelona, Pamplona en Tudela en is vanuit deze vestigingen actief in een groot deel van Spanje. Hugué bedient met haar elektrotechnische oplossingen de markt van ziekenhuizen, winkelcentra, hotels en overheidsgebouwen, alsmede kantoren, industrie en spoorwegen. Circa de helft van de opbrengsten wordt gerealiseerd in (meerjarige) onderhoudscontracten. Hugué telt tientallen vaste klanten en is niet actief in de woningbouw. Daarnaast meldde Imtech dat het recent voor een bedrag van circa € 75 miljoen aan orders heeft verworven op de onderwijsmarkt in het Verenigd Koninkrijk. Met deze orders bewijst Imtech haar sterke positie op de Engelse markt van universiteiten, hoge scholen, private onderwijsinitiatieven en gesubsidieerde onderwijsvoorzieningen. Deze orderingang compenseert de thans op de markt aanwezige aarzeling in met name de markt van private gebouwen. Wij taxeren voor Imtech een winst per

aandeel 2009 van € 1,80 nadat over het afgelopen jaar getaxeerd € 1,60 is verdiend. Dit impliceert een stijging van 12,5%, hetgeen weliswaar een belangrijke winstgroei-implicatie impliceert ten opzichte van vorig jaar – in 2007 werd € 1,29 per aandeel verdiend – maar waaruit volgt dat Imtech een duidelijk positief en double digit winstmomentum vasthoudt. Tegen een recente koers van € 12,60 wordt thans 7 maal de verwachte winst 2009 voor de aandelen Imtech betaald en komt het dividendrendement op een aantrekkelijke 5,4%.

Interbeton, een werkmaatschappij van **Koninklijke BAM Groep** die buiten Europa bouwprojecten realiseert, heeft een Letter of Intent getekend voor de ruwbouw van een Mövenpick Hotel met 525 kamers en van het entreepaviljoen voor het Ferrari-themapark op Yas Island in Abu Dhabi, Verenigde Arabische Emiraten. Opdrachtgever is ALDAR Properties, een toonaangevende vastgoedontwikkelaar in Abu Dhabi. Het is voor Interbeton de tweede bouwopdracht op Yas Island. Begin 2008 verwierf de onderneming de opdracht voor de bouw van het Crowne Plaza Hotel en het Stabridge Serviced Apartments Hotel. Yas Island is een van de omvangrijkste ontwikkelingsprojecten van ALDAR. Het eiland in de kustzone van Abu Dhabi biedt op een oppervlakte van 2.500 hectare ruimte aan een racecircuit voor de Formule 1 Grand Prix, diverse water- en themaparken, winkelcentra, golfresorts, jachthavens en luxe hotel- en appartementcomplexen. Wij taxeren een winst per aandeel 2008 van € 1,90 (2007: € 2,02 uit gewone bedrijfsuitoefening). Voor 2009 houden wij rekening met een daling van 29% tot € 1,35, omdat een aantal van de activiteiten van BAM, met name projectontwikkeling en, in Nederland, woningbouw zal worden geconfronteerd met de nadelige effecten van de kredietcrisis. Wij voorzien een contant dividend van € 0,60 over zowel 2008 als 2009 (2007: € 0,90), waarmee de aandelen BAM tegen een koers van € 7,28 een hoog dividendrendement van 8,2% genereren en een koers/winstverhouding van slechts 5,4 maal reflecteren.

De koers van maritiem dienstverlener **SMIT Internationale** verloor 19,5% in december nadat Boskalis aangekondigde de eerder geïndiceerde bieding van € 62,50 per aandeel niet door te zetten. Daarmee liep de biedpremie volledig uit de koers van SMIT Internationale, ofschoon de waardering reeds in de voorgaande weken substantieel onder de biedprijs van Boskalis was gedaald. Twee weken nadat Boskalis haar bieding introk, verhoogde SMIT de winstprognose voor 2008. Bij de publicatie van de halfjaarcijfers was de prognose van de netto winst € 100,2 à 102,5 miljoen, welke nu werd aangescherpt tot € 105,6 miljoen. De hogere prognose was mogelijk omdat de divisie Heavy Lift hogere bezettingsgraden boekte dan verwacht en tevens een aantal projecten met succes afrondde. De overige divisies presteerden conform verwachting. De aangepaste winstprognose komt overeen met een winst per aandeel van ruim € 6,00 (2007: € 6,68). Omdat het aantal aandelen begin 2008 met 10% werd uitgebreid ter financiering van de overname van de resterende 50% in de Belgische Unie van Redding- en Sleepdienst (URS), komt het resultaat over 2008 globaal overeen met dat van 2007. Wij voorzien een onveranderd dividend van € 3,00 per aandeel, waarmee de aandelen SMIT thans een dividendrendement van 8,5% doen bij een koers/winstverhouding van 5,8 maal. Wij hebben het belang in SMIT Internationale in de verslagmaand met ruim 14% vergroot, teneinde te kunnen profiteren van een komend koersherstel. De vooruitzichten voor 2009 en verdere jaren zijn onzes inziens zodanig positief dat een stabiele winstontwikkeling aannemelijk is. Daarnaast is het niet ondenkbaar dat grootaandeelhouder Boskalis, eigenaar van ruim 20% van de aandelen SMIT Internationale, in een later stadium alsnog besluit een bieding op de vennootschap te doen. SMIT Internationale bekleedt thans de zevende positie in onze portefeuille.

Op- en overslagbedrijf **HES Beheer** herbevestigde de winstverwachting voor 2008. Op basis van de cijfers over de eerste 10 maanden van het afgelopen jaar en de vooruitzichten voor de resterende twee maanden voorziet het management een genormaliseerd netto resultaat (exclusief bijzondere resultaten) welke dat van 2007 (€ 12,1 miljoen) zal overtreffen. De winstverbetering is vooral te danken aan omzetgroei bij de belangrijkste dochters en deelnemingen door een duidelijke stijging van de aanvoer van droge bulkproducten. In het persbericht wordt nadrukkelijk gesteld dat nog geen uitspraak wordt gedaan over de verwachtingen voor 2009. Zoals bekend, is de

op- en overslag van bulkproducten in de laatste maanden van 2008 ingezakt als gevolg van de wereldwijd stagnerende economie. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,45 voor 2008, maar houden rekening met een winstdaling van 20% in het lopende jaar, hetgeen leidt tot een getaxeerde winst per aandeel van € 1,15. Tegen een koers van € 16,- wordt daarmee een kleine 14 maal de getaxeerde winst 2009 voor de aandelen HES Beheer betaald. Dit is een stevige waardering, maar deze achten wij gerechtvaardigd op grond van de sterke concurrentiepositie van HES Beheer (o.a. unieke locaties), alsmede de solide schuldenvrije balans. Op basis van een ten opzichte van 2007 gelijk dividend van € 0,70 per aandeel bedraagt het dividendrendement momenteel 4,4%.

De Pan European Hotel Acquisition Company, **PEHAC**, de genoteerde blank-check company die de exploitatie van een internationaal gespreide hotelportefeuille ambieert, rapporteerde een netto resultaat van € 2,97 miljoen over de eerste negen maanden van 2008, overeenkomend met een winst per aandeel van € 0,17. Deze resultaten komen volledig voor rekening van interestinkomsten op de door beleggers ingebrachte middelen. PEHAC kondigde aan met meerdere geïnteresseerde verkopers in onderhandeling te zijn om tot een Letter of Intent te komen, teneinde een transactie te effectueren. Met één partij is een principe-overeenkomst bereikt om in april van dit jaar tot een prijsbepaling te komen, dit in het licht van de huidige volatiele marktbevingen. Op 4 februari a.s. zal een buitengewone aandeelhoudersvergadering plaatsvinden, waar onder andere een dividendvoorstel zal worden behandeld. Wij beschouwen ons belang in PEHAC als een near cash belegging, welke thans 3,8% van de portefeuille uitmaakt.

Aalberts Industries kwam medio december met een winstwaarschuwing. In het licht van de algehele economische stagnatie niet onverwacht, zij het dat de voorziene invloed op het resultaat 2008 toch wat groter was dan waar de markt van uitging. Aalberts maakte gewag van “unprecedented market circumstances” en van “a total slowdown in its main markets”. Klanten, zoals ASML, hebben hun productie drastisch verlaagd en tegelijkertijd ook de voorraadposities afgebouwd. Daarbij komt dat de inkooprijzen, waaronder die van koper, zwaar onder druk staan, waardoor de koopactiviteit nog verder wordt belemmerd. Met name Aalberts Industrial Services divisie (30% van de groepsomzet) die toelevert aan onder andere de automotive- en halfgeleider-industrie, ondervond hiervan de gevolgen. Aalberts heeft op deze ontwikkelingen gereageerd door het aantal werknemers de achterliggende maanden met 650 te verlagen (waarvan tweederde flexwerkers). Hiervoor is een buitengewone last van naar schatting € 5 miljoen genomen, welke ten laste van het boekjaar 2008 zal komen. Op basis van deze aanname verwacht Aalberts Industries dat de winst per aandeel over 2008 circa 15-20% lager zal uitkomen dan die van 2007 van € 1,26. Wanneer de onderliggende tendens van de laatste maanden wordt doorgetrokken naar 2009, terwijl daarnaast in de loop van 2009 weer voorraadvorming wordt verondersteld, komen de gemiddelde winsttaxaties voor Aalberts Industries voor het lopende jaar uit op € 0,75 – 0,85. Bij de recente koers van € 5,50 wordt aldus 7 maal de verwachte winst 2009 voor de aandelen betaald. Wij hanteren een dividend per aandeel van € 0,25 voor 2008, waarmee de aandelen Aalberts Industries thans een dividendrendement van 4,5% doen.

Kabelproducent **Draka Holding** verbeterde haar balansverhoudingen door een bieding van contanten en aandelen op de nog uitstaande € 100 miljoen van een in 2005 uitgegeven 4% converteerbare obligatielening. Uiteindelijk is 74,2% van de obligaties aangemeld, waardoor de schuldpositie met € 51,9 miljoen afnam, terwijl het eigen vermogen met eenzelfde bedrag werd versterkt. Als gevolg van deze transactie wordt een boekwinst van maximaal € 18,5 miljoen verwacht. De uitwerking van deze omzetting is tweeledig. De Net Debt/EBITDA ratio wordt verlaagd van 3,1 naar 2,7 maal. Anderzijds treedt er een verwatering van de winst per aandeel op van naar schatting 8 à 9%. Daarmee blijft de balanspositie toch kwetsbaar en wordt het toekomstig winstpotentieel van de aandelen beperkt. Anderzijds is de waardering van de aandelen op de huidige koers van € 7,- uiterst bescheiden. De marktconsensus gaat uit van een winst per aandeel 2008 van € 2,00 en van een daling van 30 à 35% in het

lopende jaar tot € 1,35 – 1,40. Gegeven de huidige onzekerheden in Draka's afzetmarkten (construction en automotive) in combinatie met de scherpe financiering achten wij de beurswaardering een faire reflectie van de risico/rendementsverhouding van de onderneming. Wij houden er rekening mee dat Draka het dividend over 2008 wellicht zal passeren teneinde de vermogensverhoudingen verder te versterken. Over 2007 betaalde de onderneming uit een winst per aandeel van € 2,32 een dividend van € 0,68 per aandeel.

ICT-dienstverlener **Ordina** maakte de details bekend van de in november 2008 aangekondigde reorganisatie. Er worden 350 banen geschrapt (eenderde overhead, een deel management, het restant externe inhuurkrachten), overeenkomend met 6,6% van het aantal werknemers. Dit moet dit jaar resulteren in kostenbesparingen ter grootte van € 15 miljoen, oplopend naar € 25 miljoen in 2010. Deze ingreep leidt tot een buitengewone last van € 20 tot 25 miljoen, welke naar verwachting grotendeels ten laste van het jaarresultaat 2008 zal komen. De reorganisatie verlaagt de kostenbasis met een kleine 4%, hetgeen door analisten als 'niet overtuigend' werd omschreven. Daarbij komt dat de verliesgevende Business Process Outsourcing (BPO) activiteiten niet in het reorganisatieplan worden genoemd. Ordina heeft reeds aangegeven afscheid van BPO te willen nemen en het lijkt geen twijfel dat dit gepaard zal gaan met een substantiële afboeking. Het aandeel Ordina verloor vorig jaar ruim 76% van haar beurswaarde. Op de slotkoers van 2008 van € 2,86 wordt circa 5,5 à 6 maal de genormaliseerde winst per aandeel 2009 voor de aandelen betaald. Omdat de onzekerheid met betrekking tot zowel de omzetzaling in het lopende jaar als de omvang van de afboeking uit hoofde van de verkoop van de BPO-activiteiten (en mogelijke overige impairments) boven de markt hangt, achten wij de huidige lage waardering een logisch gevolg van de aangepaste risicoperceptie in de markt. Wij houden er rekening mee dat Ordina, net als Draka Holding, het dividend over 2008 wellicht zal passeren. Over 2007 betaalde Ordina uit een winst per aandeel van € 0,59 een contant dividend van € 0,20 per aandeel.

De Raad van Commissarissen van financieel detacheerder **DPA Flex Group** heeft Roland van der Hoek (50) voorgedragen als nieuwe CEO van de onderneming. In deze functie zal Van der Hoek interim-bestuurder Michel van Hemele opvolgen, die in mei vorig jaar oprichter Peter Smit tijdelijk verving. Van Hemele blijft bij DPA Flex betrokken; hij wordt de nieuwe voorzitter van de Raad van Commissarissen als opvolger van Arend de Roever. Roland van der Hoek is de afgelopen zes jaar algemeen directeur geweest van Thremen B.V., sinds 2007 onderdeel van Tempo Team binnen Randstad Holding. Thremen is gespecialiseerd in het oplossen van achterstanden en pieken in het administratieve proces van haar klanten. Dit gebeurt zowel op project- als op detachingsbasis. Eerder was Van der Hoek werkzaam in directiefuncties bij Sun Microsystems, Lacis Groep Benelux en CSS Holding. Sinds mei 2008 heeft DPA Flex onder leiding van Michel van Hemele een nieuw strategisch plan ontwikkeld, met als doel een hogere marktpositionering te realiseren. De uitvoering van dit plan zal door de nieuwe CEO onveranderd worden uitgevoerd.

Wij gaan uit van een operationeel verlies voor DPA Flex in 2008 van enkele tonnen. Netto zou een bescheiden winst kunnen worden gerapporteerd, omdat een belastingrestitutie uit de in 2007 afgestoten Spaanse activiteiten een incidentele bate van € 0,8 miljoen oplevert en de schikking van een bestuursinhoudelijk conflict met vorige bestuurder Peter Smit naar schatting eenzelfde financiële meevaller met zich meebrengt. Onderliggend is echter sprake van een verliessituatie die kordate actie noodzakelijk maakt. Het belang in DPA Flex Group, thans 1,7% van de portefeuille, beschouwen wij niet als een strategische belegging.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 januari 2009 betreffen:

| Onderneming | Percentage ¹ |
|--------------------------|-------------------------|
| Crucell | 8,6% |
| Nedap | 8,6% |
| Imtech | 8,0% |
| Koninklijke BAM Groep | 7,8% |
| Brunel International | 5,3% |
| Unit 4 Agresso | 5,0% |
| SMIT Internationale | 4,9% |
| TKH Group | 4,8% |
| Sligro Food Group | 4,7% |
| HES Beheer | 4,4% |
| Overige 14 ondernemingen | 31,9% |
| Liquiditeiten en overige | 6,0% |
| Totaal | 100,0% |

Visie 2009

Het nieuwe beursjaar is met overwegend hogere koersen van start gegaan. De eerste drie handelsdagen steeg de intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund met 4,7% van € 55,08 naar € 57,65. Deze positieve start ging echter gepaard met bescheiden omzetten. Wij beschouwen de ontwikkeling van de volgende factoren als cruciaal voor het koersverloop in het vervolg van dit jaar:

1. **Herstel van vertrouwen in en bij het internationale bankwezen.** Dit moet leiden tot een weer op gang komen van de onderlinge kredietverlening tussen banken. In het verlengde hiervan dient de beschikbaarheid en de prijsstelling van kredieten aan het bedrijfsleven weer terug te keren naar acceptabele niveaus. Indien zich geen herstel van vertrouwen aandient, moet worden gevreesd voor een wereldwijde economische depressie met een verder neerwaarts koersrisico van 40 tot 50%;
2. **Recessie volledig ingeprijsd?** Na de koersval van 2008 zijn aandelen over de gehele linie naar optisch aantrekkelijke koersniveaus afgeprijsd. Echter, momenteel heerst er grote onzekerheid over de diepte en duur van de recessie. Naar verwachting zal er in de eerste zes maanden van dit jaar meer duidelijkheid ontstaan over deze twee onzekerheden. In het licht van de meest recente cijfers houden wij rekening met een forse negatieve groei in West-Europa over het vierde kwartaal 2008 (concreet: -2 à 4%), welke vermoedelijk zal stabiliseren in de eerste helft van 2009. Pas in het vierde kwartaal van 2009 zal een opgaande tendens zichtbaar kunnen worden, voornamelijk omdat dit cijfer wordt vergeleken met het juist afgesloten zwakke vierde kwartaalcijfer van 2008. Per saldo voorzien wij voor geheel 2009 derhalve een gemiddelde negatieve groei van ruim 2% voor West-Europa. Dit cijfer is zwakker dan waar officiële instanties momenteel van uitgaan en zal impliceren dat de consensus winstprognose neerwaartse bijstelling behoeft;
3. **Impairments.** De laatste twee maanden van 2008 hebben (inter)nationaal een golf van winstwaarschuwingen, kostenbesparingsprogramma's en ontslagen te zien gegeven. In de slijpstream van deze eerste golf moet rekening worden gehouden met een golf van zogenaamde impairments,

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

afboekingen van in het verleden betaalde goodwill bij acquisities. Dit kan de vermogensposities van ondernemingen die in het verleden substantiële overnames tegen historisch hoge prijzen hebben verricht, onder grote druk zetten. Recente voorbeelden in ons beleggingsuniversum: Gamma Holding en Telegraaf Media Groep;

4. **Herfinancieringen.** De kredietkosten van zwaar gefinancierde ondernemingen stijgen substantieel ten opzichte van de voorwaarden van arrangementen die vóór de kredietcrisis werden afgesloten. De concurrentiepositie van deze ondernemingen verslechtert in 2009 aanzienlijk ten opzichte van bedrijven die solide zijn gefinancierd;
5. **Inflatie/deflatie.** Ofwel, de Scylla en Charybdis-discussie die in 2009 de boventoon zal voeren. Onder aanvoering van de Fed zetten de monetaire autoriteiten de geldkranen momenteel wagenwijd open om de wereldeconomie aan te zwengelen. Of dit soelaas biedt, is gezien het gestelde onder punt 1 niet vanzelfsprekend. Een onveranderd hoge koersvolatiliteit, niet alleen van aandelen(indices) maar ook van valutakoersen, rentetarieven en grondstofprijzen, lijkt onvermijdelijk;
6. **Rente en valuta.** Renteverschillen tussen landen onderling (vergelijk: IJsland vs Japan), de renteopslag die bedrijven moeten betalen boven EURIBOR, alsmede de waarschijnlijkheid van een weer dalende US dollar ten opzichte van de Euro zullen het speelveld in 2009 voor een belangrijk deel bepalen. Een herstel van de wereldeconomie zal onzes inziens aanvangen in de Verenigde Staten en, voor Europa, in het Verenigd Koninkrijk, niet toevallig de landen waar de beide valuta de afgelopen jaren zeer substantieel zijn gedevalueerd.

Voorgaande voorziene ontwikkelingen hebben wij geprojecteerd op onze beleggingsportefeuille. Wij hebben gemeend het accent in onze portefeuille nog sterker te verleggen naar ondernemingen die een verdedigbare leidende positie in hun bedrijfstak combineren met (zeer) solide balansverhoudingen. Deze ondernemingen zijn vrijwel zonder uitzondering in staat een contant dividend uit te keren in jaren van negatieve groei. Bovendien vergroot deze groep haar marktaandeel in de recessie, omdat zwakkere concurrenten worden weggesaneerd. Momenteel voldoet 82% van onze portefeuille aan dit criterium. Wij streven ernaar dit percentage de komende maanden te verhogen naar ruim 90%.

Deze focus heeft als resultante dat het Add Value Fund anno 2009 het karakter heeft van een dividendgroefonds. Op basis van onze prognose bedraagt het netto gewogen dividendrendement op onze portefeuille thans 5,22%. Omdat wij dit dividend gemiddeld over 131 dagen verwachten te ontvangen, bedraagt het netto gewogen dividendrendement op jaarbasis momenteel ruim 14,5%.

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

9 januari 2009