

## MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2009

### Inleiding

Onder invloed van de aanhoudende kredietcrisis en scherp neerwaarts bijgestelde prognoses die duiden op een significante economische krimp in 2009, moesten aandelenmarkten verder terrein prijsgeven in februari. Daarbij was de performance van de Nederlandse aandelenmarkt nog relatief gunstig ten opzichte van de Amerikaanse en Japanse aandelenmarkten. Niettemin verloor de AEX-index in de verslagmaand 10,7% - van 246,24 naar 219,81 - en leverden de Midkap- en Smallcap index respectievelijk 5,7% en 5,2% in. De defensieve structuur van de portefeuille van het Add Value Fund bewees zijn waarde; desondanks moest een teruggang van 4,6% worden genoteerd van de intrinsieke waarde per participatie van € 56,32 naar € 53,73.

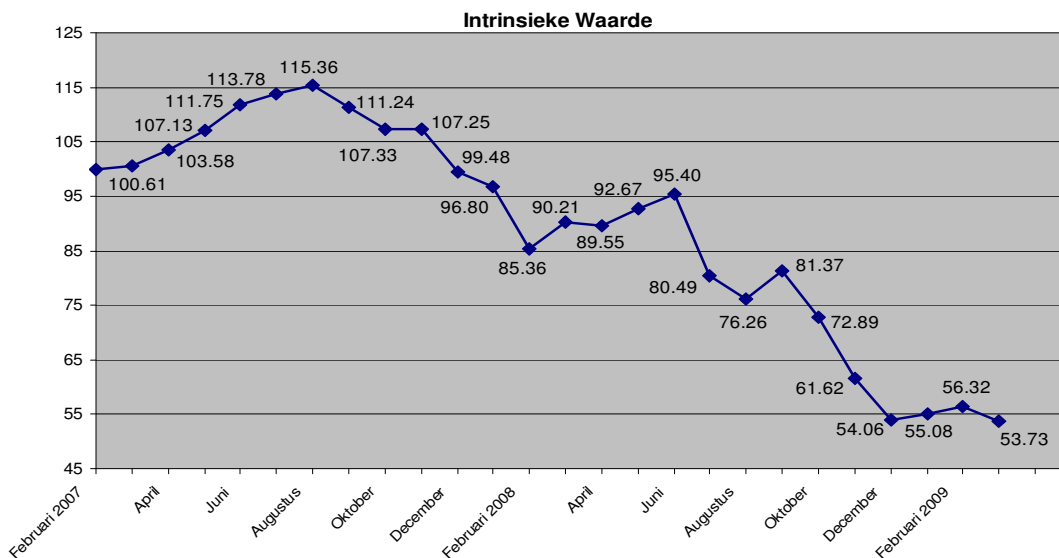
Per 27 februari 2009 was voor een bedrag van € 24,4 miljoen geïnvesteerd in 22 ondernemingen. Per 2 maart 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 26,6 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 92% van het fondsvermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 2 maart 2009	€ 53,73
Fondsvermogen per 2 maart 2009	€ 26.553.281
Aantal uitstaande participaties per 2 maart 2009	494.224

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											-2,45	-46,27



### Mutaties in de portefeuille

De aanpassingen in de portefeuille stonden in het teken van het handhaven van een defensieve structuur van de portefeuille. Er werd winstgenomen op belangen die in betrekkelijk korte tijd een goede performance hadden gerealiseerd. In dit kader werden de wegingen van **Crucell** en **Sligro Food Group** enigszins verlaagd. Na de fraudemelding van **ICT Automatisering** hebben wij het belang in de onderneming alsnog met circa één derde verkleind. Het risicoprofiel van ICT Automatisering is als gevolg van de verzwakte balansstructuur onzes inziens hoger geworden. Het belang in **warrants PEHAC** werd verkocht, nadat bekend werd gemaakt dat deze blank check company hoogstwaarschijnlijk zal worden geliquideerd. De warrants hebben alsdan een effectieve waarde van nihil. Wij hebben door de verkoop nog een geringe restwaarde veiliggesteld. Eind maart verwachten wij de teruggave van onze investering in de **aandelen PEHAC**, die uit de originele investering plus rente-inkomsten minus kosten bestaat.

Aan de koopzijde waren wij in bescheiden mate actief. De aankoopprogramma's in ingenieursbedrijf **Grontmij** en materiaalspecialist **Koninklijke Ten Cate** werden voortgezet. Daarnaast werden de belangen in **LBI International**, **SMIT Internationale**, **TKH Group** en **Unit 4 Agresso** op aantrekkelijke koersen uitgebreid.

### Bedrijfsnieuws

De koers van vaccinproducent **Crucell** veerde kortstondig op nadat de onderneming een persbericht had uitgebracht waarin werd gemeld dat in het toonaangevende tijdschrift *Science* een artikel is gepubliceerd waarin gewag wordt gemaakt van de hoge effectiviteit van een door Crucell ontwikkeld anti-griep antilichaam dat bescherming zou bieden tegen een groot scala van griepvirussen. Met name tegen de dreiging van een (vogel)griep-pandemie zou dit antilichaam een passende bescherming bieden. Ofschoon deze ontwikkeling zich pas in een vroege fase bevindt, is deze toch relevant omdat er op zijn minst door wordt aangetoond dat zich in de productenpijplijn van Crucell nog voldoende potentieel bevindt voor toekomstige groei. Op de korte termijn heeft dit positieve bericht geringe invloed. Daarentegen is een vervolg van de Quinvaxem (kinderziektenvaccin) uitleveringen voor de komende jaren van groter belang – hierover wordt rond de zomer aanvullende informatie verwacht – alsmede de lancering van een vaccin tegen hondsdolheid in 2010/2011 en de voortgang van het PER.C6 platform. In februari steeg de koers van Crucell per saldo met 5,8% van € 13,86 naar € 14,66.

**Nedap**, de tweede grootste holding in portefeuille, was met een koersstijging van 7,7% de best presterende onderneming in februari. De gepubliceerde cijfers over 2008 droegen daar zeker aan bij. De netto winst kwam uit op € 13,9 miljoen bij totale opbrengsten van € 143,0 miljoen. Dit betekende een geringe daling ten opzichte van 2007 toen opbrengsten ten bedrage van € 145,8 miljoen werden geboekt en het netto resultaat op € 14,3 miljoen uitkwam. Daarbij dient te worden bedacht dat het resultaat over 2008 voor een bedrag van € 1,5 miljoen werd gedrukt door een eenmalige afboeking van geactiveerde ontwikkelingskosten voor Amerikaanse stemmachines. Hiervoor gecorrigeerd zou het netto resultaat derhalve op € 15,4 miljoen zijn uitgekomen, ofwel een stijging van 7,7%.

De ontwikkeling van de opbrengsten per klantgroep verschilde sterk. Er waren groepen die hinder ondervonden van de wereldwijde economische tegenwind, maar ook groepen die het aanzienlijk beter deden dan over 2007. Het diversificatiebeleid, met een spreiding van de activiteiten over zeer diverse markten, en de flexibele organisatievorm binnen Nedap zelf, zorgden ervoor dat 2008 kon worden afgesloten met nagenoeg gelijke opbrengsten en resultaat. Het management onthield zich traditioneel van een prognose van het jaarresultaat van 2009. Wel werd gewag gemaakt van terughoudendheid in diverse markten. Nedap keert een contant dividend uit van € 1,85 per aandeel, hetgeen neerkomt op een pay out van 90%. Op basis van de huidige beurskoers van € 16,- bedraagt het dividendrendement ruim 11,5%. Wij gaan voor het lopende boekjaar uit van een teruggang van de omzet van ruim 5% tot € 135 miljoen en taxeren een winst per aandeel van € 1,55, een daling van 25% ten opzichte van de € 2,06 van 2008. Deze sterke teruggang reflecteert de sterke terughoudendheid in de investeringsbereidheid van Nedap's afnemers. Op basis van onze taxatie en handhaving van de pay out ratio van

90% bedraagt het dividendrendement tegen de huidige beurskoers nog altijd een stevige 8,7%. Handhaving van de pay out is onzes inziens aannemelijk gezien de goede solvabiliteit van 44% na toevoeging van de winst van vorig jaar.

Technisch dienstverlener **Imtech** rapporteerde uitstekende cijfers over 2008. De orderportefeuille groeide met 18% substantieel tot ruim € 4,5 miljard, waarbij de kwaliteit (winstpotentie) verder toenam. Het afgelopen jaar werd reeds gekenmerkt door een sterke verbetering van de operationele EBITA-marge van 5,1% naar 5,5%. De opbrengsten namen met 15% toe van € 3.346 miljoen tot € 3.859 miljoen, waarvan 8% een autonoom karakter had. Het netto resultaat steeg met 23% van € 91,9 miljoen tot € 113,3 miljoen. De bedrijfsfilosofie van Imtech blijkt ook in economisch moeilijke tijden goed tot zijn recht te komen. Het onderscheidende portfolio van Imtech bestaande uit technische totaaloplossingen door de combinatie van elektrotechniek, ICT en werktuigbouw, wist zich prima staande te houden. Alle clusters realiseerden groei. Vooral in de cluster Duitsland & Oost-Europa excelleerde Imtech met een hoge autonome EBITA-groei van 36% en een forse toename van de EBITA-marge tot 5,7% (+1,2%). Ook presteerde Imtech in de groeiemarkt 'energy & environment' (energie, water, milieu en fijnstof) uitstekend met een aanzienlijke groei van 28% van de activiteiten. Circa 25% (€ 960 miljoen) van de opbrengsten 2008 kwam uit deze structureel groeiende deelmarkt. Imtech wist zich vorig jaar met 12 acquisities aanzienlijk te versterken. De totale opbrengsten van deze overnames bedragen circa € 550 miljoen op jaarbasis. De overgenomen ondernemingen leveren direct een bijdrage aan de winst per aandeel. Met de overname van NVS heeft Imtech zich geschaard onder de sterkste technische dienstverleners van Scandinavië. Daarnaast rukt Imtech gestaag op in de Europese ranglijst van toonaangevende ICT-ondernemingen. Zoals verwacht handhaaft Imtech haar eerder geformuleerde doelstellingen voor de lange termijn: opbrengsten van € 5 miljard in 2012 onder handhaving van een operationele EBITA-marge van 6%. Indien Imtech deze doelstellingen zou realiseren, impliceert dit een gemiddelde samengestelde groei van de opbrengsten van circa 7% en van de EBITA van 11% over de periode 2009-2012. Op de huidige koers van € 9,75 wordt Imtech gewaardeerd op 5,9 maal de gerealiseerde winst 2008 van € 1,64 en bedraagt het dividendrendement 6,1% bij een voorgestelde uitkering van € 0,59 per aandeel. Voor 2009 taxeren wij een stijging van de winst per aandeel tot € 1,80 (+10%) en een navenante toename van het dividend tot € 0,65 per aandeel. Bij de vigerende waardering en taxaties behoort Imtech tot de absolute favorieten in onze portefeuilleselectie. Het feit dat de koers van het aandeel Imtech met een daling van ruim 16% in februari niettemin het op twee na slechtste resultaat in de portefeuille in deze verslagmaand realiseerde, is het beste bewijs dat beleggers momenteel geen oog hebben voor de kwalitatieve performance van de ondernemingen waarin zij beleggen. Anders gezegd, de solide prestatie van Imtech werd door beleggers in februari gehonoreerd met een verkoopgolf waarmee korte termijn koersresultaten werden veiliggesteld.

De internationale producent van bedrijfssoftware **Unit 4 Agresso** boekte over 2008 een omzetstijging van 27% van € 308,8 miljoen naar € 393,6 miljoen. De overname van branchegenoot CODA, afgerond op 26 februari 2008, droeg in belangrijke mate bij aan de schaalvergroting. De pro forma omzetstijging bedroeg 9%. Met de acquisitie van CODA kreeg Unit 4 Agresso er meer dan 600 medewerkers, 2.600 klanten en een sterke productenportfolio bij. De EBITDA steeg met 35% naar € 70,1 miljoen, de EBITDA-marge steeg naar 17,8%. Deze cijfers kwamen overeen met de marktconsensus. De markt werd daarentegen aangenaam verrast door de vooruitzichten voor 2009. Doordat een groot gedeelte van de omzet wederkerend is en doordat bepaalde kostencomponenten flexibel zijn (inhuur van derden, flexibele beloningen, etc.) verwacht het management voor 2009 tenminste een gelijkblijvende EBITDA te kunnen behalen, zelfs indien de (licentie)omzet in sommige gebieden onverhoopt zal dalen. Daarnaast dient te worden bedacht dat Unit 4 Agresso beschikt over een sterke positie in de publieke sector, een focus op dienstverlenende organisaties en specialisaties voor verticale markten, een omvangrijke (nauwelijks cyclische) onderhoudsportefeuille en een breed productenaanbod in, met name, de Benelux. Ook de perceptie van de risico's die zijn verbonden aan de financieringslasten is veranderd. Teneinde de rentebetalingen

en aflossingen van de lening van € 169 miljoen (eind 2008) voor de acquisitie van CODA te voldoen, is een jaarlijkse cashflow van minimaal € 31 miljoen benodigd. Hoewel de impact van de wereldwijde recessie op de activiteiten van Unit 4 Agresso voor dit jaar moeilijk is in te schatten, is het management vol vertrouwen de schuldenlast volgens plan te kunnen afbouwen. Wij taxeren een winst per aandeel 2009 van € 1,40 (2008: € 1,32). Tegen de huidige koers van € 7,30 wordt daarmee 5,2 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Unit 4 Agresso betaald, hetgeen een stevige discount ten opzichte van de peer group inhoudt. De onderneming heeft besloten het dividend te passeren, teneinde prioriteit te geven aan balansversterking. Over 2007 werd nog € 0,20 per aandeel uitgekeerd. Unit 4 Agresso heeft overigens nauwelijks een reputatie als dividendbetalende onderneming. Slechts over 2006 en 2007 werden aandeelhouders op een uitkering getrakteerd. Daarentegen is de groei van de omzet en resultaten structureel hoger dan het marktgemiddelde. Thans is Unit 4 Agresso de vijfde grootste producent van bedrijfssoftware in Europa. In de portefeuille van het Add Value Fund bekleedt de onderneming momenteel de zevende positie met een weging van 5,3%.

Op- en overslagbedrijf **HES Beheer** verwacht dat het in 2008 genormaliseerde netto resultaat (= exclusief bijzondere resultaten) zal uitkomen op € 13,5 miljoen, 11,5% hoger dan in 2007 (€ 12,1 miljoen). Dit is het beste genormaliseerde resultaat in het 101-jarige bestaan van de onderneming. De verbeterde operationele resultaten waren te danken aan een sterke aanvoer, een goede bezetting van de opslagfaciliteiten en de effecten van belangrijke investeringen in de afgelopen jaren. Dankzij bijzondere resultaten ten bedrage van € 0,9 miljoen zal het netto resultaat naar verwachting uitkomen op € 14,4 miljoen, gelijk aan de netto winst van 2007. Bij de publicatie van de definitieve jaarcijfers op 25 maart a.s. zal de directie ingaan op de verwachte invloed van de economische recessie op de resultaten van HES Beheer in 2009. Wij gaan vooralsnog uit van een teruggang van de genormaliseerde netto winst van circa 25 tot 30%, waarbij wij een licht economisch herstel voorzien in de tweede helft van dit jaar. Dit komt overeen met een winst per aandeel van € 1,08 in 2009 (2008: € 1,54). Bij de huidige beurskoers van € 16,20 wordt zodoende een ruimhartige waardering aan de aandelen HES Beheer toegekend. Deze is evenwel te rechtvaardigen uit hoofde van de unieke (vastgoed)locaties van de onderneming en het herstelpotentieel van de onderneming zodra de wereldeconomie uit de recessie komt.

**Pan-European Hotel Acquisition Company (PEHAC)** zal op 16 maart a.s. een buitengewone vergadering van aandeelhouders organiseren waarop de vroegtijdige liquidatie van de vennootschap in stemming zal worden gebracht. PEHAC is een zogenaamde *blank check company* die in het voorjaar van 2007 werd opgericht teneinde op termijn een portefeuille van Europese hotelketens te exploiteren onder leiding van de voormalig bestuursvoorzitter van Krasnapolsky, Willem-Jan van den Dijssel. Echter, een groot aantal aandeelhouders heeft bij PEHAC aangedrongen op liquidatie van de vennootschap nu de kredietcrisis het realiseren van een aantrekkelijk rendement bij aanvaardbare financieringsvoorwaarden nagenoeg onmogelijk maakt. PEHAC stelt een uitkering van € 7,90 per aandeel in het vooruitzicht, zijnde de som van de initiële investering plus opgelopen rente-inkomsten minus gemaakte kosten (inclusief die van de voorgenomen vroegtijdige liquidatie). Tegen deze beurskoers zal het totaal rendement op de investering marginaal negatief zijn. Anderzijds versterkt verkoop van deze deelneming de liquide positie van het Add Value Fund met ruim 4%.

**Amsterdam Commodities (Acom)** meldde een principe-overeenkomst te hebben bereikt met betrekking tot de overname van het Belgische Snick Ingredients. Snick is in de Benelux actief in de ontwikkeling, productie en distributie van culinaire ingrediënten, poedermixen en pasteuze kruidenmélanges (curries, pesto's, etc.) voor de voedingsmiddelenindustrie. Deze overname sluit aan bij de acquisitie van het in 2006 door Acom overgenomen TEFCO Food Ingredients. De omzet van Snick bedroeg in 2008 ruim € 5 miljoen, die van TEFCO kwam over 2007 uit op € 10 miljoen (+20% ten opzichte van 2006), waarop een resultaat vóór belasting van circa € 0,8 miljoen werd gerealiseerd. Snick en TEFCO versterken elkaar op velerlei gebied, zowel geografisch als qua productassortiment. Voor geheel Acom voorzien wij over 2008 een resultaat in de orde van grootte van dat over

2007, hetgeen een winst per aandeel van € 0,55 inhoudt en een dividend van € 0,35 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 3,31 worden de aandelen Acomo daarmee gewaardeerd op 6 maal de (getaxeerde) winst en bedraagt het dividendrendement een aantrekkelijke 10,6%.

**Aalberts Industries**, Industrial Services en Flow Control, boekte over 2008 een 3% hogere omzet van € 1,75 miljard bij een autonome omzetzak van 2%. De EBITDA daalde met 1% tot € 251,6 miljoen en de netto winst met 18% tot € 105 miljoen (2007: € 128 miljoen). De winst per aandeel kwam uit op € 1,02, hetgeen een daling van 19% ten opzichte van de € 1,26 van 2007 betekende. Het (keuze)dividend werd overeenkomstig verlaagd van € 0,32 naar € 0,28 per aandeel (-13%). De prestaties van Industrial Services werden sterker geraakt door de oprukkende recessie dan die van Flow Control. Bij deze laatste divisie werd een stabiele EBITA-marge van 11,3% genoteerd, waar dezelfde ratio in de Industrial Services divisie terugliep van 11,5% naar 8,2%. Bij Industrial Services werd Aalberts geconfronteerd met de vroegcyclische contractie in de halfgeleider- en automotieve industrie. Ofschoon Aalberts Industries geen uitspraak doet over de vooruitzichten voor 2009, maakte bestuursvoorzitter Jan Aalberts een montere indruk op de analistenbijeenkomst. "Wij komen hier gegarandeerd beter uit", aldus de grootaandeelhouder (11,6%) en naamgever van het concern. Hierbij refereerde hij aan de solide financiële positie, de hoge investeringen van de afgelopen jaren (€ 300 miljoen in de achterliggende drie jaar), waardoor Aalberts Industries over een nagelnieuw machinepark beschikt, alsmede aan de sterke posities in een groot aantal nichemarkten. Momenteel past Aalberts Industries de personele bezetting aan aan de sterk verslechterde situatie op de afzetmarkten. Daartoe zijn inmiddels ruim 1.000 medewerkers afgevoerd, waarbij een geleidelijke verdere afslanking in de loop van dit jaar onze inziens niet mag worden uitgesloten. Daarnaast worden de investeringen teruggeschroefd tot een basisniveau van € 40 tot 45 miljoen in 2009. Tenslotte mag dit jaar een positief marge-effect op de omzet worden verwacht vanwege de sterk gedaalde grondstofkosten. De marktconsensus gaat uit van een winstdaling van circa 30% in 2009 tot een winst per aandeel van € 0,70. Tegen de huidige beurskoers van € 3,40 wordt daarmee minder dan 5 maal de getaxeerde winst 2009 voor de aandelen Aalberts Industries betaald en bedraagt het dividendrendement 5,6%. Het zichtbare eigen vermogen per aandeel bedroeg ultimo vorig jaar € 5,68 per aandeel. De beurskoers noteert hier momenteel bijna 40% onder. Wij hebben de indruk dat het aandeel sterk wordt ondergewaardeerd en overwegen het belang bij verder dalende beurskoersen geleidelijk uit te breiden.

De jaarcijfers van **Exact Holding** waren conform de marktconsensus. De omzet steeg in 2008 met 3,5% tot € 261,0 miljoen (2007: € 252,1 miljoen). De organische omzet daalde echter met 0,6% tot € 250,5 miljoen (2007: € 252,1 miljoen). De EBITDA steeg naar € 58,2 miljoen (2007: € 57,0 miljoen), wat een EBITDA-marge betekent van 22,3% (2007: 22,6%). Organisch en exclusief een eenmalige last van € 0,6 miljoen (uit hoofde van de mislukte gesprekken met investeringsmaatschappijen om in februari 2008 tot een beursexit te komen), steeg de EBITDA-marge evenwel naar 23,3%. Het netto resultaat daalde met 5,8% naar € 36,8 miljoen (2007: € 39,1 miljoen), voornamelijk door een lager financieel resultaat en een gestegen gemiddelde belastingdruk. Ondanks de verslechterende economische omstandigheden in 2008, bleef de operationele kasstroom nagenoeg op peil met € 47,1 miljoen (2007: € 48,6 miljoen). Exact heeft zich vroegtijdig voorbereid en snel gereageerd op de neergang van het economische klimaat en de kostenstructuur van de onderneming aangepast aan de huidige marktomstandigheden, wat al deels in de 2008 resultaten tot uiting komt. Als een gevolg van de verdere organisatorische aanpassingen en de wereldwijde vacaturestop die in augustus 2008 is ingesteld, is het aantal medewerkers met ongeveer 10% verminderd tot minder dan 2.500. De "parenting strategie" van Exact, die focust op internationale ondernemingen, blijft zeer sterk en bestendig in uitdagende tijden, wat wordt bevestigd door een organische omzetgroei van 2,5% in de EMEA-regio. In het eerste jaar als een divisie van Exact heeft het Canadese Longview de orderingang meer dan verdubbeld en het groepsgemiddelde in winstgevendheid bereikt. Het totaal aantal Exact Online abonnees in Nederland steeg met meer dan 50% naar meer dan 7.500. Ongeveer 1.500 boekhoudkantoren gebruiken Exact Online al en bevelen het hun klanten aan. In het licht van het

aanhoudend onzekere economische en ondernemingsklimaat geeft Exact geen specifieke prognose voor 2009. De onderneming blijft focussen op de bescherming van de EBITDA en kasstromen en blijft zeer behoudend met betrekking tot de kosten totdat duidelijke signalen van een verbetering van de huidige economische situatie zichtbaar worden. Voor 2009 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,40 (2008: € 1,54), waarmee de aandelen Exact Holding tegen de huidige koers van € 14,- op exact 10 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. Omdat Exact traditioneel 100% van de winst als contant dividend uitkeert, bedraagt het dividendrendement op basis van onze winstprognose 10%. Wij beschouwen Exact Holding als een solide defensieve belegging in economisch uitdagende tijden.

**LBI International**, *the global digital marketing and technology agency*, rapporteerde solide cijfers over het vierde kwartaal van 2008 in het licht van de moeilijke marktomstandigheden. De omzet in Q4 nam met 16,8% toe van € 36,6 miljoen tot € 39,0 miljoen. De EBITDA steeg met 147% van € 2,5 miljoen naar € 5,6 miljoen. Voor geheel 2008 bedroeg de omzet € 160,4 miljoen, een stijging van 7,8% in vergelijking met de omzet een jaar eerder van € 154,5 miljoen. De EBITDA groeide met 32,6% van € 16,7 miljoen tot € 21,3 miljoen. De winst per aandeel daalde van € 0,18 naar € 0,15 voornamelijk als gevolg van het uitputten van fiscaal compensabele verliezen in 2008. Dit effect zal de groei van de netto winst in 2009 eveneens onder druk houden. De belastingdruk in 2008 was immers slechts 3,9%. Onderliggend is de gang van zaken onder CEO Luke Taylor in 2008 echter duidelijk ten goede gekeerd. Weliswaar zal ook de groei in de online advertentiemarkt in Europa en de Verenigde Staten in het komende jaar licht negatief zijn, wij gaan er toch vanuit dat LBI als goed geïntegreerd mediaconcern, marktaandeel zal weten te winnen. In dit kader is de eind februari gemelde overeenkomst met het Zweedse electronica-concern Electrolux, waarbij LBI als exclusief CRM-partner gaat optreden, een mooie opsteker. Wij hanteren een gelijke winst per aandeel in 2009 van € 0,15. Hiermee worden de aandelen LBI International gewaardeerd op een bescheiden 6,7 maal de winst bij de huidige beurskoers van € 1,00. LBI keert vooralsnog geen dividend uit. De balansstructuur verbetert overigens gestaag met per ultimo 2008 een Netto Schuld/EBITDA ratio van 0,95 en een kredietlijn van € 10 miljoen, waarvan momenteel slechts € 1 miljoen wordt benut.

**ICT Automatisering** kondigde aan dat zij gezien de slechte economische omstandigheden genoodzaakt is de organisatie in Nederland de aankomende periode te gaan herstructureren. In totaal zullen er circa 70 arbeidsplaatsen verloren gaan. De hieraan gerelateerde reorganisatiekosten zullen naar verwachting tussen de € 3,5 en 4 miljoen bedragen. Het merendeel van de arbeidsplaatsen zal worden geschrapt bij de divisie Embedded. Met name bij deze divisie wordt ICT geconfronteerd met afnemers die geraakt worden door de verslechtering van de economie. Ook binnen de andere divisies alsmede de ondersteunende diensten zullen arbeidsplaatsen verdwijnen. De eenmalige kosten die verband houden met deze maatregelen zullen ten laste komen van het resultaat over 2009. Voor 2008 houden wij rekening met een netto winst van circa € 4,5 miljoen, welke is opgebouwd uit een getaxeerde winst uit gewone bedrijfsuitoefening van € 7,1 à 7,3 miljoen en de vorige maand gemelde fraudezaak die daar € 2,5 miljoen op in mindering brengt. Gezien de moeilijke marktomstandigheden houden wij rekening met een belangrijk lager resultaat in 2009, zelfs als de hiervoor beschreven reorganisatie in de beschouwing wordt betrokken. Onze taxaties van de winst per aandeel zijn € 0,54 voor 2008 en € 0,25 voor 2009. Met een koersdaling van ruim 32% was ICT Automatisering het slechtst presterende aandeel in de portefeuille in de verslagmaand. Op de thans bereikte koers van € 2,50 bedraagt de marktkapitalisatie van de onderneming nog maar € 21,9 miljoen. Als zodanig is de onderneming een interessante overnamekandidaat voor organisaties die op zoek zijn naar hoog gekwalificeerde ICT-kennis.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Crucell	9,7%
Nedap	8,5%
Koninklijke BAM Groep	7,4%
Imtech	7,3%
TKH Group	5,9%
SMIT Internationale	5,6%
Unit 4 Agresso	5,3%
Brunel International	5,0%
HES Beheer	4,6%
PEHAC	4,2%
Overige 12 ondernemingen	28,2%
Liquiditeiten en overige	8,2%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

In de eerste handelsdagen van de maand maart hebben aandelenmarkten nieuwe dieptepunten bereikt. Onder invloed van de onrust in de financiële sector kozen beleggers ervoor aandelenbeleggingen verder af te bouwen. Daarnaast waren er tal van indicaties dat de economische recessie zich internationaal verdiept. Intussen zijn de presentaties van de jaarresultaten van de ondernemingen uit onze portefeuille van start gegaan. Over het algemeen overheerst enerzijds grote onzekerheid over de omzet- en winstontwikkeling op korte termijn, maar is er anderzijds een groot (zelf)vertrouwen dat op iets langere termijn de winstgevendheid zich moet kunnen herstellen. Voor het Add Value Fund is het op korte termijn van belang dat de dividendbetalingen zullen worden geïncasseerd. Op basis van de meest recente inzichten zal dit een dividendinstroom van circa € 1,25 miljoen betekenen, overeenkomend met een dividendrendement op de portefeuille van ruim 5%. Samen met de bestaande liquiditeit van 11,5% (inclusief het aan te bieden belang in PEHAC) geeft dit een stevige buffer om eventueel komend zwaar weer het hoofd te bieden. Mochten koersen uit onze portefeuille verder onder druk komen, dan overwegen wij een selectieve vergroting van belangen. Daarbij zijn wij ervan overtuigd op middellange termijn een uitzonderlijk groot koersherstelpotentieel aan te boren. Immers, de inmiddels extreem sterk gedaalde koersen reflecteren nu nauwelijks meer dan de zichtbare intrinsieke waarde en gaan volledig voorbij aan een eventueel strategische meerwaarde. Een technisch koersherstel is, zo bewijst een historische analyse, al gauw goed voor een waardeinstijging van 25 tot 30%.

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

10 maart 2009

---

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen