

MAANDBERICHT OVER JANUARI 2009

Inleiding

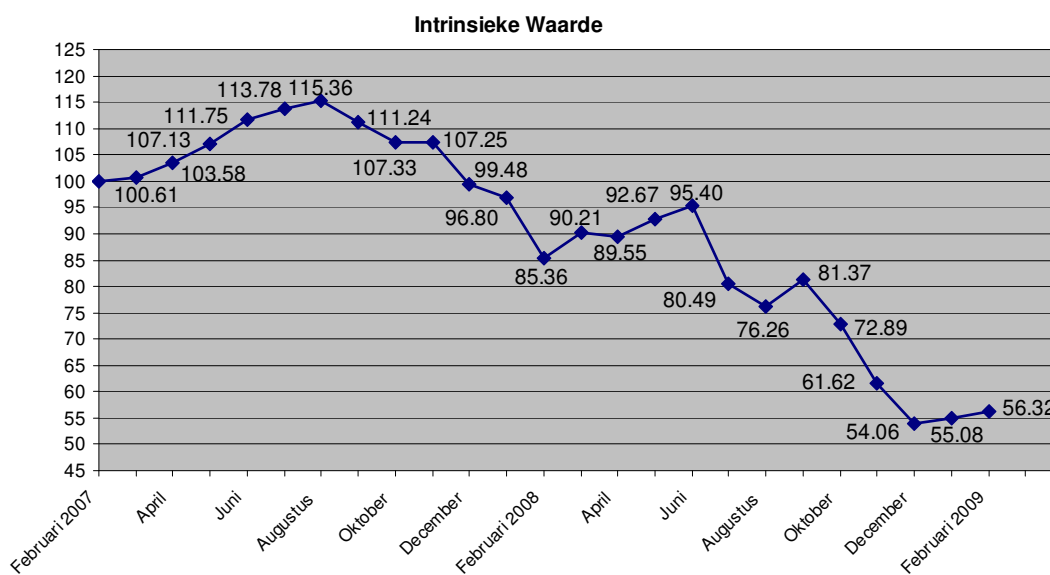
De start van het beleggingsjaar 2009 werd gekarakteriseerd door een sterke koersvolatiliteit. Na een scherp koersherstel in de eerste week volgde een zwakke periode halverwege de verslagmaand, ingegeven door de zogenaamde "Tweede Ronde" effecten van de kredietcrisis. Het einde van januari bracht een technisch koersherstel teweeg, waardoor de financiële markten per saldo met een kleine plus werden afgesloten. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg in januari met 2,25% van € 55,08 naar € 56,32. Per 30 januari 2009 was voor een bedrag van ruim € 25,6 miljoen geïnvesteerd in 22 ondernemingen. Per 2 februari 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 28,4 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 90,2% van het fondsvermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 2 februari 2009	€ 56,32
Fondsvermogen per 2 februari 2009	€ 28.436.624
Aantal uitstaande participaties per 2 februari 2009	505.100

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												+2,25	-43,68



Mutaties in de portefeuille

Het risicoprofiel van de portefeuille is in januari verder verlaagd. De resterende posities in **Draka Holding** en **Ordina** werden verkocht. Gezien de hefboom financieringsstructuur (Draka) en de fundamentele problematiek rond het afstoten van de BPO-activiteiten (Ordina) beoordelen wij de risico-rendement afweging van beide ondernemingen momenteel als ongunstig. De weging in **Aalberts Industries** werd enigszins gereduceerd, evenals de positie in **Sligro Food Group**. Hier werd de weging teruggebracht nadat de koers een outperformance had vertoond na publicatie van de jaarcijfers over 2008. Per saldo reduceerden wij het belang in onze grootste holding **Crucell** in de verslagmaand met ruim 11%. De koers van Crucell bevond zich in de periode 8 tot 26 januari op een hoog niveau als gevolg van overnamegesprekken met het Amerikaanse farmabedrijf Wyeth. Deze werden echter zonder resultaat afgesloten, waarna een flink deel van de eerdere koerswinst moest worden ingeleverd. Wij realiseerden in deze periode uiteindelijk een aantrekkelijk arbitrage resultaat van ruim 16% op de verkochte aandelen. Daarnaast werden positieve arbitrage resultaten geboekt op kleinere posities in **BinckBank** en **Galapagos**.

Er werd een kleine positie in **Koninklijke Ten Cate** (KTC) verworven. De fundamentele vooruitzichten voor deze technisch textielspecialist blijven veelbelovend. De koers van KTC nadert het door ons gewenste koopniveau, zodat een verdere uitbreiding van deze positie in februari niet mag worden uitgesloten. Wij voltooiden het aankoopprogramma in **Amsterdam Commodities** en breidden tenslotte de belangen in **Beter Bed Holding**, **Brunel International**, **Direct Wonen**, **Imtech** en **TKH Group** tegen aantrekkelijke koersen in geringe mate uit.

Bedrijfsnieuws

Vaccinproducent **Crucell** is op 8 januari benaderd door farmabedrijf Wyeth voor besprekingen over een vriendelijke overname. Op basis van informatie uit kringen rond deze onderhandelingen zou de overnameprijs ten minste € 1 miljard dienen te bedragen, hetgeen overeenkomt met een prijs van circa € 15,20 per aandeel Crucell. In de dagen na bekendmaking van deze informatie steeg de koers van het aandeel Crucell tot ruim boven dit geïndiceerde koersniveau met als top een koers van € 17,61. Volgens sommige analisten ligt de waarde van Crucell in het geval van een strategische overname eerder op een koersniveau van circa € 23,- per aandeel wanneer eerdere internationale overnametransacties in beschouwing worden betrokken. Op 26 januari werd echter bekendgemaakt dat Wyeth zich terugtrok uit de besprekingen, mede omdat inmiddels een overname van Wyeth door Pfizer wereldkundig was gemaakt. Hierop liep een deel van de overnamepremie uit de koers van Crucell, die daarop een laagste koers van € 11,82 aantikte. Inmiddels noteert het aandeel weer € 15,50, mede omdat analisten ervan uitgaan dat een overname door een grotere farmacieproducent een kwestie van tijd is. Als 's werelds grootste onafhankelijke vaccinproducent is Crucell een zeer aantrekkelijke overnamekandidaat voor farmaciegrootmachten die momenteel op grote schaal de patenten op hun medicijnen zien aflopen en op zoek moeten naar nieuwe groeimotors. De internationale markt voor vaccins is een dergelijke groeiemarkt met een lange termijn perspectief van een samengestelde groei van 15 tot 20% op jaarbasis. De product portfolio van Crucell wordt daarbij als zeer interessant gekwalificeerd, daarnaast is de onderneming cashflow positief en winstgevend met tevens een uitstekende kaspositie van circa € 170 mln, ofwel € 2,58 per aandeel. Bovendien heeft Crucell een fiscaal compensabel verlies van ruim € 250 miljoen in de boeken staan. Wij handhaven derhalve de ruime positie in Crucell in afwachting van verdere ontwikkelingen en de consolidatie in de biotechnologiesector.

In een Nieuwjaarstoespraak onderstreepte bestuursvoorzitter René van der Bruggen andermaal de florissante staat waarin Europees technisch dienstverlener **Imtech** zich bevindt. De orderportefeuille nam eind december 2008 met ruim 18% toe tot meer dan € 4,5 miljard (eind 2007: € ruim € 3,8 miljard). Daarnaast nam ook de kwaliteit van de orderportefeuille toe. Bovendien verbeterde de operationele EBITA-marge. Imtech versterkte in 2008 haar Europese positie substantieel door acquisities in zowel Noord-Europa (Noorwegen, Zweden en

Finland) als Centraal-Oost Europa (met name Oostenrijk en Polen, alsook in Rusland en Roemenië). De totale opbrengsten van deze acquisities bedragen ongeveer € 535 miljoen op jaarbasis met circa 3.140 nieuwe medewerkers. Alle overgenomen bedrijven leveren een bijdrage aan de winst per aandeel. Door de acquisities groeit Imtech naar een onderneming met in totaal circa 22.700 medewerkers. De onderneming beschikt nog steeds over honderden openstaande vacatures voor (service)monteurs, technici en ICT'ers. Mede door de toename van de orderportefeuille, sterke marktposities, een breed dienstenportfolio en een gediversifieerd klantenbestand met meer dan 19.500 klanten, ligt Imtech op koers om haar strategisch plan 2012 te realiseren. Imtech handhaaft dan ook haar doelstelling om in 2012 te komen tot een opbrengstenniveau van € 5 miljard bij handhaving van een operationele EBITA-marge doelstelling van 6%. Ter financiering van het strategisch groeiplan is in juli 2007 een kredietfaciliteit ter grootte van € 300 miljoen overeengekomen. In november 2008 werd een additionele kredietfaciliteit van in totaal € 265 miljoen afgesloten ter financiering van recente acquisities. Beide kredietfaciliteiten zijn ruim voldoende voor de verdere financiering van het strategisch groeiplan 2012. Van der Bruggen benadrukte in zijn toespraak dat Imtech vanzelfsprekend geen technologisch eiland van rust is in een woelige oceaan die wordt gekenmerkt door economische onzekerheid. "Als een groot deel van onze klanten serieus problemen krijgt met de financiering van toekomstige projecten, dan zouden ook wij – afhankelijk van intensiteit en omvang – wellicht op de lange termijn de gevolgen hiervan kunnen ondervinden. Daar staat tegenover dat we, naast de omvangrijke orderportefeuille, goede progressie boeken in groeimarkten als energie(besparing), milieu, water en fijnstof. Daarnaast is Imtech prima gepositioneerd in door de overheid gefinancierde markten als mobiliteit, railinfra en onderwijs. Bijna 30% van onze opbrengsten komt tot stand aan de hand van door de overheid geïnitieerde of ondersteunde projecten. Ook beschikken we over duizenden onderhoudscontracten in veel verschillende marktsegmenten, die een goede basis vormen voor meerjarige continuïteit. Bovendien kenmerkt Imtech zich door een flexibele projectorganisatie die zowel bij economische mee- als tegenwind tegen een stootje kan. Dat hebben we ook in het verleden bewezen en geeft vertrouwen voor de toekomst. Bij elkaar is Imtech goed in balans."

Als *laat-cyclische* onderneming is Imtech goed gepositioneerd om, als één van de weinige beursgenoteerde ondernemingen, in 2009 een stijgende winst per aandeel te realiseren. De waardering van het aandeel blijft tegen de recente koers van € 11,75 uiterst bescheiden, met een koers/winstverhouding van 6,7 (taxatie winst per aandeel 2009: € 1,75 tegenover € 1,60 voor 2008) en een dividendrendement van 5,5%. Imtech bekleedt momenteel de tweede positie in onze portefeuille.

De Rotterdamse baggeraar Van Oord, waarin **Koninklijke BAM Groep** een deelneming van 21,5% houdt, loopt dit jaar naar verwachting € 400 miljoen aan omzet en een nog onbekend deel van de winst mis. Oorzaak is de door de kredietcrisis flink ingezakte bagger- en bouwmarkt in het emiraat Dubai aan de Arabische Golf. Vooralsnog leidt dit niet tot ontslagen, omdat Van Oord nog voldoende werk aan projecten elders in de wereld heeft. Door de kredietcrisis en het kelderen van de olieprijs is in Dubai de kredietverstrekking voor veel bouwprojecten opgedroogd. Projecten die zichzelf moeten terugbetalen door de verkoop van appartementen en villa's op de palmeilanden. Van Oord mocht na de succesvolle aanleg van het eerste eiland (Palm Jumeirah) vorig jaar beginnen aan de aanleg van het derde eiland Palm Deira, met een contractwaarde van € 2,5 miljard, de grootste opdracht ooit. Door de kredietcrisis is de aanleg voorlopig stilgelegd. Vooralsnog verwacht Van Oord de komende twee jaar niet weer volop aan de slag te gaan in Dubai. Van de 1.900 medewerkers blijven er circa 200 in de regio actief met twee van de tien grote baggerschepen. Behalve het baggerwerk heeft Van Oord in Dubai ook nog veel ander werk in de vorm van de aanleg van kades en havendammen wat, volgens de onderneming, op een lager pitje doorgaat. Van Oord realiseert circa 40% van de groepsomzet in het Golfgebied. De jaaronzet zal daar dit jaar naar verwachting zo'n 80% dalen, hetgeen slechts gedeeltelijk zal kunnen worden gecompenseerd door opdrachten elders in de wereld. Wij houden rekening met een daling van de bijdrage van Van Oord aan de winst van BAM van circa 40% in 2009, waardoor de getaxeerde winst per aandeel BAM in 2009 met circa € 0,15 zal dalen. Wij verlagen onze taxatie 2009 van de winst per aandeel dienovereenkomstig tot

€ 1,35 per aandeel (taxatie 2008: € 1,90). Tegen de huidige koers van € 6,75 wordt, ondanks de voorziene winstdaling, slechts 5 maal de getaxeerde winst voor het eersteklas bouwconcern BAM Groep betaald. Bij een verwacht contant dividend van € 0,60 per aandeel komt het dividendrendement op een solide 8,9%.

Sligro Food Group rapporteerde tevredenstellende cijfers over het boekjaar 2008. De groepsomzet nam met 4,9% toe tot € 2.168 miljoen. De autonome omzettoename was met 6,4% hoger, hetgeen het gevolg was van de overdracht van de Meermarkt/Attent omzet aan Spar, waarin Sligro in 2007 een 45%-belang verwierf. De netto winst bedroeg € 71 miljoen, 3,8% minder dan in 2007. Exclusief een éénmalig transactieresultaat van ruim € 9 miljoen in 2007, was echter sprake van een toename van 10,2%. Vooralsnog wordt de netto winst vrijwel geheel gedragen door de zeer voorspoedige ontwikkeling van de Foodservice activiteiten. Deze boekten een met ruim € 7 miljoen gestegen bedrijfsresultaat van bijna € 95 miljoen. Het bedrijfsresultaat van Foodretail nam met ruim € 2 miljoen af tot € 2 miljoen. Deze daling werd echter meer dan gecompenseerd door een stijging van het resultaat van geassocieerde deelnemingen als gevolg van de hiervoor genoemde bijdrage van de Spar-deelneming. Ofschoon Foodretail in 2008 behoorlijk bijdroeg aan de operationele kasstroom, is de winstgevendheid nog onvoldoende. Er is een masterplan in voorbereiding, gericht op structurele verbetering van de winstgevendheid. In samenhang daarmee loopt ook het onderzoek naar de omzetting van de Golf-formule in een EM-TÉ franchiseformule. Over twee maanden zullen hierover nadere mededelingen volgen. De netto rentedragende schuld beliep eind vorig jaar € 184 miljoen, hetgeen overeenkwam met 1,25 maal het bruto bedrijfsresultaat. Daarmee beschikt Sligro in onzekere tijden over een uitermate solide financiële positie. De huidige marktontwikkelingen zijn voor het management te onzeker om concrete uitspraken voor 2009 te kunnen doen. Wij gaan vooralsnog uit van een licht hogere winst per aandeel, omdat Sligro op het punt van kostenbeheersing en rendementsverbetering van de Foodretailactiviteiten voldoende compensatie moet kunnen vinden voor een groeivertraging in het segment Foodservice. Wij hanteren een winst per aandeel prognose van € 1,75 (2008: € 1,63). Tegen een koers van € 16,60 wordt daarmee 9,5 maal de getaxeerde winst 2009 voor de aandelen Sligro Food Group betaald. Op basis van het voorgestelde dividend van € 0,65 per aandeel bedraagt het dividendrendement 3,9%.

Huurbemiddelaar **Direct Wonen** meldde op haar website dat de vraag naar huurwoningen op de eigen site in december 2008 ongeveer 38% groter was dan in december 2007. Direct Wonen zag ook het aanbod van huurwoningen op de site toenemen. In december werden 30,5% meer woningen geplaatst dan een jaar eerder. De huurprijs steeg in deze periode met 6,5% tot gemiddeld € 800,- per maand. De vraag naar goedkopere huurwoningen stijgt sneller dan die in het duurdere segment. Vooralsnog hebben de verhoogde vraag en het vergrote aanbod niet geleid tot een merkbare toename in het aantal transacties bij Direct Wonen. Niettemin rekenen wij op hogere resultaten uit de kernactiviteit in 2009. Tegen een koers van 23 pence noteert het aandeel Direct Wonen op de Alternative Investment Market (AIM) in Londen nog altijd bijna 30% onder de zichtbare intrinsieke waarde.

ICT Automatisering heeft aangifte gedaan tegen een medewerker wegens fraude. De medewerker wordt verdacht van het wegsluizen van gelden. Voor zover nu bekend betreft het een individuele actie van deze medewerker. ICT heeft geen reden om aan te nemen dat anderen binnen de onderneming hierbij betrokken zijn geweest. Momenteel wordt nader onderzoek gedaan, de medewerker is per direct ontslagen. De vermoedelijke omvang van de fraudezaak bedraagt circa € 2,5 miljoen, ofwel éénderde van de verwachte jaarwinst van 2008. ICT stelt alles in het werk om gelden terug te halen. De fraude heeft plaatsgevonden gedurende 2008. De impact op de resultaten van 2008 is, hangende het onderzoek, nog niet definitief vast te stellen, maar zal niet groter zijn dan de uiteindelijke omvang van de fraude. In een toelichting stelt CEO Bram Schot: "Wij zijn geschokt door deze ontdekking. Wanneer iemand willens en wetens de regels overtreedt ben je daar als onderneming niet tegen bestand. Desalniettemin houden we al onze procedures en controlemechanismen tegen het licht om een dergelijk

incident in de toekomst te voorkomen. Tevens zullen wij alles in het werk stellen om de weggesluisde gelden terug te halen.”

Ofschoon deze tegenvaller niet van structurele invloed is op de business case van ICT Automatisering, is er wel een serieus negatief effect op zowel de vermogenspositie als de dividenduitkering over 2008. Wat dit laatste betreft gaan wij uit van een halvering van het verwachte dividend van € 0,64 naar € 0,32 per aandeel. Tegen de huidige koers van € 4,60 komt het dividendrendement alsdan uit op bijna 7%.

Beter Bed Holding rapporteerde omzetcijfers over het vierde kwartaal van 2008 alsmede een winstindicatie voor het gehele afgelopen jaar. De omzet over het vierde kwartaal 2008 bedroeg € 93 miljoen, waardoor de jaaromzet uitkwam op € 359 miljoen, licht hoger dan de marktconsensus van € 356,5 miljoen. De hoger dan verwachte omzet was terug te voeren op een versnelling van het aantal nieuw geopende winkels in het vierde kwartaal, waaronder de eerste winkel in Polen. In 2008 werden 125 nieuwe vestigingen geopend en waren er 49 sluitingen, waardoor op jaareinde 2008 het totaal aantal winkels op 1.036 uitkwam. De vergelijkbare (like-for-like) omzetgroei was -8% in het vierde kwartaal tegen -6% voor geheel 2008 en -4,5% in het derde kwartaal. Behalve het negatieve sentiment bij consumenten, speelde ook het fraaie winterweer (veel schaatsers die niet gingen winkelen) in het nadeel van Beter Bed. Niettemin bedroeg de geïndiceerde netto winst over 2008 € 22 miljoen, hetgeen ruim 3% boven de marktconsensus lag. De winst per aandeel komt daarmee op € 1,02 waaruit een dividend van € 0,80 betaalbaar kan worden gesteld. Tegen de huidige koers van € 7,90 bedraagt het dividendrendement daarmee ruim 10%. De vooruitzichten voor 2009 zijn evenwel omgeven met veel onzekerheid, waarbij met name voor het eerste halfjaar rekening moet worden gehouden met een verdere druk op de omzet en winst. Vooralsnog gaan wij uit van een daling van het netto resultaat van circa 30%, zodat de winst per aandeel alsdan op € 0,70 uitkomt. Deze taxatie impliceert dat het aandeel Beter Bed Holding momenteel op 11,3 maal *trough earnings* noteert bij een geïndiceerd dividendrendement van 7,1% bij een ongewijzigde payout ratio van 80%.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Crucell	9,6%
Imtech	8,2%
Koninklijke BAM Groep	8,0%
Nedap	7,4%
Brunel International	5,7%
TKH Group	5,1%
SMIT Internationale	5,0%
Unit 4 Agresso	4,9%
HES Beheer	4,4%
Sligro Food Group	4,3%
Overige 12 ondernemingen	25,8%
Liquiditeiten en overige	11,6%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Visie 2009

Omdat onze visie ongewijzigd is met voorgaande maand, geven wij deze nogmaals integraal weer. 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 zojuist 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 winstprognoses neerwaartse bijstelling behoeven;
3. **Impairments.**
De laatste drie maanden hebben (inter)nationaal een golf van winst-waarschuwingen, kostenbesparingsprogramma's en ontslagen te zien gegeven. In de slipstream van deze eerste golf moet rekening worden gehouden met een golf van zogenaamde impairments, 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: Ordina, 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: Spanje vs Duitsland), 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 aanvagen 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 93% van onze portefeuille aan dit criterium.

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 dividendrendement op onze portefeuille thans 5,25%.

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 februari 2009