

MAANDBERICHT OVER MAART 2009

Inleiding

Ondanks een verder verslechterende macro omgeving, wisten de voornaamste aandelenindices in maart per saldo de fluctuaties beperkt te houden. De AEX-index verloor bijna drie punten op 216,98, een daling van 1,3%. De Amsterdam Midkap-index liep 0,2% op tot 292,14. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg van € 53,73 naar € 56,30, een toename van 4,8%. Daarmee werd over het eerste kwartaal van 2009 uiteindelijk een stijging van 2,2% gerealiseerd. Dit resultaat contrasteert gunstig met de performance van de AEX-index (-11,8%) en Midkap-index (-6,4%) over de eerste drie maanden van 2009.

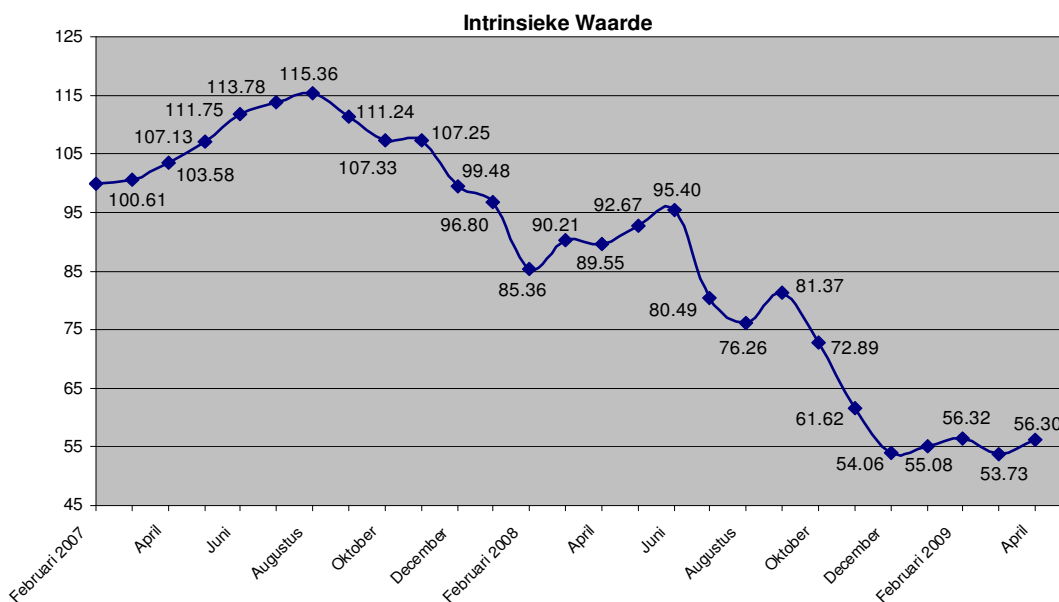
Per 31 maart 2009 was voor een bedrag van € 25,9 miljoen geïnvesteerd in 22 ondernemingen. Per 1 april 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 27,8 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 93,2% van het fondsvermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 1 april 2009	€ 56,30
Fondsvermogen per 1 april 2009	€ 27.817.031
Aantal uitstaande participaties per 1 april 2009	493.797

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										+2,21	-43,70



Mutaties in de portefeuille

Er vonden geen majeure mutaties in de portefeuille plaats in de verslagmaand. Koopprogramma's in **Koninklijke Ten Cate**, **Grontmij** en **TKH Group** werden voortgezet. Daarnaast werden de posities in software-ontwikkelaars **Exact Holding** en **Unit 4 Agresso** enigszins uitgebreid. Kleinere aankopen vonden plaats in **Crucell**, **Direct Wonen** en **Imtech**. Op bodemprijzen werden de posities in **LBI International** en **Neways Electronics International** in bescheiden mate vergroot. Als nieuwe naam verscheen raambekledingsproducent **Hunter Douglas** in de portefeuille. Ofschoon de vooruitzichten voor de winstontwikkeling in het lopende jaar matig zijn, wordt het aandeel tegen de huidige koers van € 17,- onzes inziens zwaar ondergewaardeerd. Zo bedraagt de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel Hunter Douglas per eind 2008 ruim € 26,40, zodat de aandelen thans op een discount van 35% worden verhandeld. Aan de verkoopzijde was de aanmelding van het belang in **PEHAC** op de gedane bieding van € 7,93 per aandeel het voornaamste wapenfeit. Op de buitengewone aandeelhoudersvergadering van de Pan European Hotel Acquisition Company (PEHAC) stemde een grote meerderheid (> 90%) van de aandeelhouders vóór opheffing van deze blank check company, hetgeen er feitelijk toe leidde dat beleggers hun oorspronkelijke inleg inclusief ontvangen rente en onder aftrek van gemaakte kosten, terugkregen.

Bedrijfsnieuws

Technisch dienstverlener **Imtech** verkreeg in maart een opdracht voor de ontwikkeling van een bio-energie project in Wales ter waarde van € 46 miljoen. Imtech gaat de opdracht samen met joint-venture partner Morgan Est uitvoeren. De totale waarde van het project is € 77 miljoen. In 2008 bedroegen de activiteiten van Imtech op het gebied van energie en milieu € 960 miljoen, goed voor 25% van de groepsomzet. In Duitsland werden ict-orders ter waarde van € 58 miljoen ontvangen, gericht op de productie- en handelssector, de farmaceutische sector, op de markt van de publieke railsector en in andere industriële sectoren, onder meer van Continental. Via haar Scandinavische divisie NVS verwierf Imtech in maart de Noorse technische dienstverlener. Deze acquisitie past geheel in Imtech's filosofie om een netwerk van sterke, technisch hoogstaande ondernemingen te vormen die voornamelijk actief zijn in de laag-cyclische onderhoudscontracten-industrie. Olav C. Jensen is een kleine technische dienstverlener, gevestigd in Ski, strategisch gelegen tussen Oslo en Frederikstad. In deze economisch sterke regio voert Olav C. Jensen een groeiend aantal technische onderhouds- en servicecontracten uit. Met 15 medewerkers wordt een jaarlijkse omzet van bijna € 3 miljoen gerealiseerd. In november 2008 nam Imtech NVS over. Met een omzet van € 350 miljoen behoort NVS tot de toonaangevende technische dienstverleners in Zweden, Noorwegen en Finland. Olav C. Jensen zal als een separate business unit gaan opereren binnen de Noorse organisatie van NVS. Voor 2009 gaat de marktconsensus uit van een lichte stijging van de winst per aandeel van Imtech van € 1,63 naar € 1,75. Tegen de huidige koers van € 11,25 wordt daarmee slechts 6,4 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Imtech betaald. Het dividendrendement komt op 5,25%. Het aandeel Imtech bekleedt momenteel de tweede positie in onze portefeuille.

In de eerste tien weken van 2009 zijn de opbrengsten van de N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** 15% achtergebleven in vergelijking met de overeenkomstige periode 2008. De winst is hierbij, gezien de hoge toegevoegde waarde, fors gedaald. Vooral de grotere klantgroepen, Agri, Power Supplies, Retail Support en Specials ondervinden op dit moment nadelige gevolgen van de wereldwijde recessie. Relatief kleinere klantgroepen als AVI (Automatic Vehicle Identification), Healthcare en Library Solutions ontwikkelen zich positief. Op basis van de huidige informatie verwacht de directie dat, indien de situatie de komende maanden niet wezenlijk verandert, de opbrengsten over het eerste halfjaar belangrijk tot sterk, en de winst fors zullen achterblijven ten opzichte van het eerste halfjaar van 2008. Nedap maakt intussen vanzelfsprekend gebruik van haar flexibiliteit om de organisatie aan de gewijzigde omstandigheden aan te passen. Deze winstwaarschuwing kwam niet geheel onverwacht, zij het dat de geïndiceerde omvang van de teruggang toch sterker was dan waar

wij eerder van uitgingen. Op basis van de ontwikkelingen van de eerste tien weken voorzien wij voor geheel 2009 een halvering van de winst. Hierbij past evenwel de aantekening dat de omzet- en winstontwikkeling van Nedap over kortere perioden sterk kan fluctueren. Tegen de huidige koers van € 16,50 (inclusief € 1,85 dividend over 2008!) wordt thans een stevige 16 maal de verwachte winst over 2009 voor de aandelen Nedap betaald. Echter, omdat de vrijwel schuldenvrije onderneming traditioneel 90% van de winst uitkeert, komt het dividendrendement nog altijd uit op een acceptabele 5,5%. Het aandeel Nedap bekleedt momenteel de derde positie in onze portefeuille.

Bouw- en ontwikkelingsonderneming **Koninklijke BAM Groep**, kijkt, ondanks de verslechterde marktomstandigheden, terug op een succesvol 2008. Bij een met 3,5% gestegen opbrengstenniveau van € 8.835 miljoen (2007: € 8.539 miljoen) kwam de nettowinst, na een afwaardering van goodwill van € 100 miljoen, uit op € 161,9 miljoen (2007: € 268,3 miljoen op vergelijkbare basis). Alle sectoren droegen aan de winst bij. De sectoren Bouw en Infra verbeterden in 2008 hun resultaten. Het resultaat in de sector Vastgoed daalde daarentegen scherp. Daarboven resulteerde de lagere koers van het Britse pond in een negatief effect op het netto resultaat van circa € 13 miljoen. Van de omzetgroei kwam 6,4% voort uit autonome groei en 1,4% uit acquisities. Valutakoersverschillen hadden een negatief effect van 4,3%. Zoals bekend, zijn de economische omstandigheden in BAM's vijf thuismarkten (Nederland, Verenigd Koninkrijk, België, Ierland en Duitsland) in hoog tempo verslechterd. De gevolgen van de wereldwijde economische crisis hebben in eerste instantie vooral de vastgoedactiviteiten van de Groep nadelig beïnvloed. De Nederlandse bouwmarkt is zwaar getroffen als gevolg van gedaald consumentenvertrouwen en terughoudendheid van banken bij het verstrekken van hypotheekleningen. De woningverkoop uit eigen ontwikkeling van de groep zijn hierdoor sterk teruggelopen. In het Verenigd Koninkrijk is de Groep als ontwikkelaar uitsluitend actief in de commercieel-vastgoedmarkt. Ook dit marktsegment is momenteel in mineur en nieuwe ontwikkelingsprojecten zijn voorlopig uitgesteld. In de eerste helft van 2008 was nog sprake van margedruk in vrijwel alle markten waarin BAM opereert, door sterk gestegen inkooprijzen. In vrijwel alle markten was toen nog sprake van redelijk gunstige vooruitzichten. Dit marktbeeld is eind 2008 gekanteld. De volumes in de utiliteitsbouwmarkten nemen af door een aanzienlijk lager investeringsniveau van de marktsector. Dit wordt deels gecompenseerd door toename van het volume in de publieke sector, voornamelijk gezondheidszorg en onderwijs. De volumes in de inframarkten blijven vooralsnog op niveau. Dit wordt in vrijwel alle thuismarkten van de Groep eveneens in belangrijke mate gesteund door opdrachten uit de publieke sector. De bouwbranche ondervindt in toenemende mate de gevolgen van de economische teruggang. Niettemin staat de Groep onder de huidige omstandigheden in alle sectoren goed gesteld met een solide orderportefeuille. Deze daalde gedurende het boekjaar 2008 van € 13,8 miljard naar € 13,1 miljard (-5%). Deze daling is volledig toe te schrijven aan de daling van het Britse pond. Gecorrigeerd hiervoor zou de orderportefeuille met 2,2% zijn gestegen. De verder verslechterde omstandigheden in de woningmarkt noodzaakten de Groep om de goodwill die is betaald bij de acquisitie van ontwikkelaar AM en haar dochterondernemingen (totaal € 250 miljoen), af te waarderen met € 100 miljoen. Dit laat overigens onverlet dat de directie AM als een waardevolle versterking van de Groep beschouwt, die structureel aan het resultaat kan blijven bijdragen. BAM geeft geen prognose voor 2009, maar geeft aan wel goed gesteld te staan voor het lopende jaar gezien de omvang en kwaliteit van de orderportefeuille. Wij menen dat de marktconsensus voor 2009 van een winst per aandeel van € 1,33 (2008: € 1,96) wellicht te conservatief is. Immers, de margedruk uit de eerste helft van 2008 maakt inmiddels plaats voor ruimere marges in de eerste zes maanden van 2009. Daarentegen zijn de vooruitzichten voor 2010 met meer dan gemiddelde onzekerheden omgeven en zou de winst van BAM, bij aanhoudend moeilijke marktomstandigheden, verder onder druk kunnen komen te liggen. Wij hanteren een winst per aandeel van € 1,50 voor 2009 en van € 1,10 voor 2010. Tegen de huidige koers van € 7,40 wordt gemiddeld 6 maal de winst van de komende twee jaar voor aandelen BAM betaald. Bij de aangekondigde contante dividenduitkering van € 0,50 per aandeel bedraagt het dividendrendement momenteel een solide 6,75%. BAM Groep bekleedt momenteel de vierde positie in onze portefeuille.

De resultaten van maritiem dienstverlener **Smit Internationale** over 2008 bleken de marktconsensus licht te overtreffen. De netto winst kwam uit op € 107,8 miljoen, een stijging van 2,1% in vergelijking met het resultaat over 2007 van € 105,6 miljoen. Ook de kwaliteit van de resultaten is verbeterd. De meer stabiele divisies, Harbour Towage, Terminals en Transport & Heavy Lift, droegen in 2008 alle positief bij aan de groei, terwijl in 2007 de conjunctuurgevoelige divisie Bergingen een exceptioneel hoog resultaat boekte. Daarenboven had de US-dollar, die per saldo 7% deprecieerde in 2008, een negatief effect op de resultaten, evenals fors hogere afschrijvingslasten die samenhangen met de overname van het resterende 50%-belang in de Unie van Redding- en Sleepdienst (URS), dat hierna volledig in de consolidatie moest worden opgenomen. Omdat de overname van het URS-aandeel gepaard ging met de uitgifte van 9,99% nieuwe aandelen, daalde de winst per aandeel van € 6,68 naar € 6,11. Het voorgestelde (keuze)dividend bleef gehandhaafd op € 3,00 per aandeel. Gezien de economische onzekerheden onthoudt de Directie zich vooralsnog van een prognose voor het resultaat in 2009. De marktconsensus gaat uit van een daling van 20 tot 25% naar een winst per aandeel van € 4,75 - € 5,00. Tegen de huidige koers van € 43,- wordt derhalve 8,5-9,0 de verwachte winst voor de aandelen Smit Internationale betaald en bedraagt het dividendrendement 7%. De achterliggende interesse van grootaandeelhouder Boskalis (25%-belang) om een deel van Smit (Terminals-divisie) of geheel Smit over te nemen, zorgt voor een verdere steun onder de koers. In september 2008 deed Boskalis een indicatief bod van € 62,50 per aandeel dat later, mede onder invloed van de kredietcrisis en de negatieve reactie van het Smit-management, weer werd ingetrokken. Inmiddels lijkt de lucht tussen bestuursvoorzitters Ben Vree (Smit Int) en Peter Berdowski (Boskalis) zodanig te zijn opgeklaard dat een vorm van samenwerking tussen beide bedrijven, maar ook een hernieuwde bieding van Boskalis, in de toekomst reële scenario's zijn. Hierop vooruitlopend was Smit Internationale, qua omvang de vijfde grootste holding, in maart met een koersstijging van ruim 26% het best presterende aandeel in onze portefeuille.

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde solide cijfers over 2008. De autonome omzet steeg met 23% van € 579,9 miljoen naar € 714,2 miljoen, terwijl de EBIT een toename van 21% liet noteren van € 51,2 miljoen naar € 62,1 miljoen. Niettemin waren de reacties van analisten per saldo negatief. In het bedrijfsresultaat was voor een bedrag van € 4,8 miljoen aan buitengewone baten uit hoofde van de afstoting van twee Kompetenzcentra in Duitsland opgenomen, hetgeen enige afbreuk deed aan de kwaliteit van het gepresenteerde resultaat. De marge in Nederland kwam in het vierde kwartaal van 2008 onder druk te liggen als gevolg van het gevoerde expansieve beleid in combinatie met de nadelige invloed van de recessie op de resultaten. Daarentegen imponeerde Brunel met een krachtige progressie in de Energy divisie. Bij een omzetstijging van 37% van € 287,3 miljoen tot € 394,2 miljoen steeg het bedrijfsresultaat met 57% van € 31,4 miljoen naar € 49,3 miljoen. De EBIT-marge steeg van 4,1% naar 5,0%, waarmee Brunel de onderkant van de geïndiceerde nagestreefde range van 5 à 6% EBIT-marge bereikte. Bestuursvoorzitter Jan Arie van Barneveld is van mening dat de West-Europese economie zich sneller zal herstellen dan marktanalisten verwachten. Daarom houdt hij vast aan zijn expansie-strategie die erin voorziet dat de winstgevendheid van Brunel versneld zal toenemen bij een terugkerende vraag naar schaarse specialisten. Ter ondersteuning van dit vertrouwen werd het contante dividend per aandeel verhoogd van € 0,70 naar € 0,80. Ofschoon de marktconsensus voorziet in een significante daling van de winst per aandeel van € 1,96 naar € 1,30 (-34%), lijkt een herstel in 2010 een reële optie als blijkt dat de visie van Van Barneveld bewaarheid wordt. Daarbij komt dat Brunel's toonaangevende Energy-divisie vermoedelijk dóór de recessie heen kan blijven groeien, waardoor de voorzienen resultatendaling in 2009 wel eens mee zou kunnen vallen. Tegen de huidige koers van € 11,- wordt 8,5 maal de verwachte winst 2009 voor de aandelen Brunel International betaald en bedraagt het dividendrendement 7,3%. Brunel International was in maart met een koersstijging van bijna 24% na Smit Internationale het best presterende aandeel in onze portefeuille.

Technologiebedrijf **TKH Group** werd in het vierde kwartaal van 2008 geconfronteerd met de gevolgen van de afnemende economische groei in de meeste markten waarin zij actief is. Niettemin werd het afgelopen boekjaar

afgesloten met fraaie resultaten. De omzet nam met 19% toe van € 837,8 miljoen naar € 997,0 miljoen, waarvan 6,1% een autonoom karakter had. Op EBITA-niveau werd een stijging gerealiseerd van 21,7% van € 65,9 miljoen naar € 80,2 miljoen. Het hoge omzetaandeel van innovaties van 21% was eens te meer de groeimotor achter de sterke resultaatverbetering. Exclusief eenmalige effecten was de EBITA in het vierde kwartaal van 2008 gelijk aan die van 2007 Q4. De in het vierde kwartaal verder verslechterende marktomstandigheden hebben ook invloed gehad op de activiteiten van TKH. De ingezette hoge prioriteit bij bedrijven om de kasstroom te optimaliseren leidt ertoe dat de investeringsniveaus en voorraden bij TKH's klanten worden gereduceerd. Dit heeft met name in de business segmenten Industrial en Building Solutions een negatief effect op de omzet gezien het grote aandeel activiteiten dat gerelateerd is aan investeringsgoederen. De korte termijn vooruitzichten voor het business segment Telecom Solutions zijn beter, doordat in dit segment bij TKH's klanten tot op heden de strategische afweging voor investeringen vooralsnog een hogere prioriteit heeft. Daarom wordt door analisten voor 2009 per saldo een 16% lager resultaat voorzien, ofwel een winst per aandeel van € 1,20 tegen € 1,43 over 2008. Daarmee worden de aandelen TKH Group tegen de huidige koers van € 8,80 momenteel op 7,3 maal de verwachte winst 2009 verhandeld. Het dividendrendement bedraagt bij een voorgestelde uitkering van € 0,66 (onveranderd aan 2007) een aantrekkelijke 7,5%.

De voorlopige jaarcijfers over 2008 van **Amsterdam Commodities** (Acomo) tonen een nettowinst van € 8,5 miljoen. Hiermee evenaart 2008 nagenoeg de recordwinst van 2007 van € 8,8 miljoen, het hoogste resultaat in het honderdjarig bestaan van het handelshuis in specerijen, voedingsingrediënten en natuurrubber. De groepsomzet steeg 8% tot € 175 miljoen (2007: € 162 miljoen). In de eerste helft van 2008 bleven de prijzen van de meeste grondstoffen stijgen tot niet eerder vertoonde niveaus. En bij talrijke producten oversteeg de vraag het aanbod. Vanaf de tweede helft van het jaar leidde de wereldwijde financiële en economische crisis tot een vertraging van de industriële productie. Voorraden werden afgebouwd, waardoor de vraag naar grondstoffen sterk daalde en de prijzen van nagenoeg alle grondstoffen met niet eerder geziene snelheid kelderden. De handelsteams van Acomo bewezen in deze periode eens te meer hun lange ervaring en deskundigheid door uiterst alert te reageren op deze marktbevingen. Handelshuis Catz International presteerde sterk en leverde opnieuw de belangrijkste bijdrage aan de geconsolideerde winst. Het in 2006 overgenomen TEFCO Food Ingredients (natuurlijke ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie) zette haar groei verder door en behaalde een hogere omzet en winst. 43%-deelneming RCMA Commodities Asia, actief in de rubberhandel, realiseerde hogere winsten en een betere contributie aan de resultaten van Acomo. Begin juli bereikten de rubberprijzen nog een historisch record, om daarna in de tweede helft van het jaar meer dan te halveren. Op basis van de gerapporteerde cijfers kan een winst per aandeel van € 0,52 worden berekend (2007: € 0,54), waaruit een onveranderd contant dividend van € 0,35 kan worden uitgekeerd. Tegen de huidige koers van € 4,- wordt thans 7,7 de gerealiseerde winst 2008 voor aandelen Acomo betaald en bedraagt het dividendrendement 8,75%. Voor 2009 verwachten wij een winst per aandeel van circa € 0,50. Acomo is vanwege haar positionering beperkt gevoelig voor de gevolgen van de recessie. Daarbij zal ook de bijdrage van het begin dit jaar overgenomen Snick Ingredients de groepswinst positief beïnvloeden. Het aandeel Acomo heeft zowel in maart (+4,3%) als in het eerste kwartaal 2009 (+7,4%) positief bijgedragen aan de performance van het Add Value Fund. Acomo bekleedt momenteel de tiende positie in onze portefeuille.

Sligro Food Group was in het eerste kwartaal van 2009 met een koersstijging van 14,7% het op twee na best presterende aandeel in de portefeuille. Zowel op de jaarvergadering als bij gelegenheid van de presentatie van het Masterplan Foodretail op 30 maart, werd duidelijk dat Sligro Food Group (SFG) op weg is om ook in 2009 weer een hoger resultaat te realiseren. Voor de divisie Food Services, waar SFG nationaal marktleider is met een marktaandeel van bijna 17%, gaan wij voor 2009 uit van een bescheiden groei, die hoofdzakelijk zal worden gerealiseerd door vergroting van het marktaandeel. De laag renderende Food Retail-activiteit zal binnen drie jaar

naar een marktconform rendement kunnen doorgroeien. Hierbij hanteert SFG een programma van rendementsverbetering dat uit drie blokken voortkomt:

1. rationalisatie van het vestigingennetwerk → concreet circa 15% van het vestigingennetwerk past niet in het gewenste formuleprofiel. Deze vestigingen zijn gezamenlijk goed voor een negatieve EBIT van circa € 5 miljoen;
2. optimalisatie formule en operatie, waarbij de omzetgroei een verbetering moet kunnen tonen van € 120/m² (na rationalisatie) naar € 140/m². Ook hier lonkt een verbeterpotentieel van € 5 miljoen;
3. door piekinvestering in 2006/2007 en overname activa in de achterliggende drie jaar, zullen de afschrijvingen vanaf 2010 met € 2,5 miljoen per jaar kunnen dalen.

Voor 2009 gaan wij uit van een winst per aandeel van € 1,75 (2008: € 1,63), waarmee de aandelen SFG tegen de huidige koers van € 17,30 op bijna 10 maal de verwachte winst worden verhandeld. Het dividendrendement komt op 3,75% bij een uitkering van € 0,65 per aandeel.

Technisch textielproducent **Koninklijke Ten Cate** passeerde vorig jaar de omzetgrens van € 1 miljard met een omzet van € 1.033 miljoen (2007: € 886 miljoen). De omzet groeide op jaarbasis met 17%, wat grotendeels voor rekening kwam van acquisities. Autonomo bedroeg de omzettoename 5%. De buy & build strategie is erop gericht groei van geacquireerde bedrijven te bewerkstelligen of te versnellen. De pro forma autonome omzetgroei (inclusief autonome omzetgroei van geacquireerde bedrijven) over 2008 bedroeg 8%. Deze groei werd geremd door de niet-kern activiteit TenCate Enbi (rubber rollers voor de industrie) en door de terughoudende ontwikkeling van de Europese markt voor werkkleding. De sterkste autonome groei werd gerealiseerd in de Amerikaanse markt voor beschermende weefsels, vooral door de positieve ontwikkelingen op het gebied van brandwerende legertoepassingen. De omzet van armourcomposieten ontwikkelde zich gunstig, vooral na de overname van het Amerikaanse Composix. De omzetgroei van de sector Geosynthetics & Grass kwam met name voor rekening van de kunstgrasactiviteiten. De getoonde groei was mede het gevolg van doorgevoerde prijsverhogingen. Het bedrijfsresultaat voor amortisatie (EBITA) steeg met 31% tot € 95,4 miljoen. De stijging kwam vooral voor rekening van acquisities. De EBITA-marge steeg tot 9,2% (2007: 8,2%), waarmee de financiële doelstelling van 10% werd benaderd. Exclusief bijzondere posten bedroeg de autonome EBITA-groei 38%. Op jaarbasis was het valuta-effect op de EBITA –5%. De winst per aandeel steeg met 6,9% van € 2,04 naar € 2,18. Deze bescheiden stijging is te verklaren uit hogere financieringslasten, alsmede uit een belastingdruk van 27,3% (2007: 20,5%). In 2007 was sprake van een eenmalige belastingbate, terwijl er voorts een toenemend winstaandeel van de Amerikaanse activiteiten afkomstig is, alwaar een relatief hoge belastingdruk (circa 35%) geldt. Voor 2009 geeft TenCate vooralsnog geen winstprognose. Wij gaan uit van een stabiel netto resultaat in het lopende jaar, waarmee wij iets conservatiever zijn dan de marktconsensus die uitgaat van een stijging per aandeel van 5 à 10%. Tegen de huidige koers van € 14,50 wordt 6,7 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Ten Cate betaald en bedraagt het dividendrendement, bij een uitkering van € 0,85 per aandeel, 5,9%.

Ingenieursbureau **Grontmij** rapporteerde excellente cijfers over 2008. De totale bedrijfsopbrengsten kwamen uit op € 846 miljoen (2007: € 773 miljoen), een toename van 9,4%, waarbij de autonome groei exclusief valuta-effecten 8,2% bedroeg. Het operationele resultaat (EBITA) steeg met 20% tot € 65,1 miljoen (2007: € 54,1 miljoen), waardoor de EBITA-marge verbeterde van 7,0% naar 7,7%. Het netto resultaat klom van € 32,7 miljoen naar € 38,8 miljoen (+18,7%), de winst per aandeel kwam uit op € 2,16 (2007: € 1,84). Opvallend was Grontmij's sterke performance over het vierde kwartaal van 2008 met een gerealiseerde EBITA van € 21,1 miljoen (2007 Q4: € 17,4 miljoen). Circa 70% van de bedrijfsopbrengsten vindt zijn oorsprong in overheidsopdrachten, 50% van gemeenten, provincies en regionale overheden en 20% van semi-overheden, nutsbedrijven en geprivatiseerde waterzuiveringsschappen. Daarmee lijkt het cyclisch karakter van Grontmij beperkt te zijn. Wanneer wordt bedacht dat ruim 40% van Grontmij's opbrengsten met milieu, energie of water van doen heeft, en dit veelal

langjarige opdrachten betreft, dan mag aan het aandeel Grontmij beslist het predikaat “goudgerand in de recessie” worden toegekend. Met solide balansverhoudingen (net debt : EBITDA < 1) en een goed gevulde orderportefeuille met opdrachten voor ruim één jaar, voorzien wij een licht stijgende winst in het lopende jaar. Tegen een koers van € 15,50 noteert het aandeel Grontmij thans op 6,8 maal de getaxeerde winst 2009 en bedraagt het dividendrendement 7,4% bij een voorgestelde uitkering van € 1,15 per aandeel.

Op de jaarvergadering van **Neways Electronics International** werd duidelijk dat in het eerste kwartaal van 2009 de daling van de orderportefeuille niet verder is doorgezet. Ultimo 2008 stond deze op € 57,3 miljoen, een teruggang van 23,4% in vergelijking met de stand een jaar eerder. Niettemin zal de omzet in 2009 Q1 substantieel lager zijn dan in dezelfde periode van 2008 en zal deze periode met een operationeel verlies worden afgesloten. Bovendien zal een eenmalige last van bruto € 1 miljoen worden genomen ter financiering van de samenvoeging van Neways Electronic Assemblies en Neways Industrial Systems. Hiermee zal de kostenbasis met circa € 1,5 miljoen op jaarbasis worden verlaagd. Wij gaan uit van een bescheiden verlies voor Neways in 2009. De onderneming is overigens in puike financiële conditie met een solvabiliteit van ruim 45% per ultimo 2008. Neways heeft de afgelopen jaren stevig geïnvesteerd in een modern machinepark en de afhankelijkheid van de zeer cyclische halfgeleidersector enigszins gereduceerd. De kostenreductieprogramma's zoals die nu zijn ingezet en doorlopen zullen dit jaar het break even niveau verlagen naar een netto omzet van circa € 210 miljoen. De netto omzet over 2007 en 2008 bedroeg respectievelijk € 281 en 243 miljoen. Neways kan dan ook worden aangemerkt als een interessante turn around kandidaat, waarvan de beurskoers momenteel 37% onder de zichtbare intrinsieke waarde noteert, te weten € 3,- versus NAV van € 4,79 per ultimo 2008.

Over de eerste tien weken van 2009 heeft de daling van de omzet in vergelijkbare winkels bij **Beter Bed Holding**, die zich ook in 2008 aftekende, zich voortgezet. Voor het eerste kwartaal van 2009 verwacht de onderneming een netto winst van ruim € 4 miljoen, nagenoeg een halvering in vergelijking met het resultaat van het eerste kwartaal van 2008 van € 7,9 miljoen. Het dividendvoorstel van Beter Bed was voor analisten een teleurstelling, omdat dit feitelijk neerkwam op een halvering van de uitkering over 2007, te weten € 0,52 versus € 1,05. Anderzijds volgt de onderneming niets meer of minder dan het eerder geformuleerde dividendbeleid door ten minste 50% van de netto winst aan aandeelhouders uit te keren. In voorgaande jaren kon het management van Beter Bed ruimhartiger zijn, vanwege de grotere winstgevendheid van de organisatie en de aangenamere omstandigheden op de geld- en kapitaalmarkt. Om aan de huidige, bijzondere economische omstandigheden zoveel mogelijk het hoofd te bieden neemt Beter Bed een aantal aanvullende maatregelen, passend binnen de huidige strategie van internationale expansie en versterking van de bestaande marktposities:

- versnelde introductie van nieuwe producten om de dalende grondstoffenprijzen eerder te vertalen in betere inkoopcondities en optimaal in te spelen op de klantenwensen;
- verdere intensivering van de promotionele activiteiten om de groei van het marktaandeel te bevorderen en de consument tegemoet te komen in haar behoefte aan scherp geprijsde producten van goede kwaliteit;
- verdere verlaging van de kosten per winkel. De eisen die aan bestaande filialen worden gesteld voor wat betreft de verhouding tussen omzet en kosten zullen worden aangescherpt, zodanig dat ook met een lager omzetniveau winstgevend kan worden gewerkt. Hiermee zullen naar verwachting meer filialen dan in voorgaande jaren worden gesloten;
- Aanscherping criteria voor nieuwe filialen. De opening van nieuwe filialen zal ook in 2009 doorgaan. De criteria waaraan deze filialen moeten voldoen voor wat betreft huur en overige kosten zullen worden aangescherpt, zodat deze filialen ook onder moeilijke marktomstandigheden onmiddellijk aan het resultaat kunnen bijdragen. Per saldo verwacht Beter Bed ook in 2009 nog een groei van het aantal filialen te zullen realiseren.

Wij verwachten in de loop van 2009 een afvlakking van de neergaande tendens in de like-for-like verkopen bij Beter Bed. Tot die tijd houden wij een kleine positie in deze uitstekend geleide retailer in portefeuille. De waardering is bij de huidige beurskoers van € 8,- op circa 10 maal depressed earnings 2009 en een dividendrendement van 6,5% bescheiden te noemen in het licht van de sterke uitgangspositie op middellange termijn.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Crucell	11,5%
Imtech	8,4%
Nedap	8,1%
Koninklijke BAM Groep	7,2%
Smit Internationale	6,9%
Unit 4 Agresso	6,8%
Brunel International	6,1%
TKH Group	5,7%
HES Beheer	4,3%
Acomo	3,3%
Overige 12 ondernemingen	24,9%
Liquiditeiten en overige	6,8%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

In de eerste week van april toonde de aandelenmarkt per saldo een voortzetting van het technische koersherstel. Daarbij bleven de omzetten overigens op een laag niveau. Met name financiële waarden wisten procentueel een sterk herstel te boeken, zij het vanaf extreem lage koersniveaus. Intussen begint duidelijk te worden dat een aantal beursgenoteerde ondernemingen extra financiering nodig heeft om binnen de met banken afgesproken convenanten te blijven. Dit leidt onherroepelijk tot claimmissies die een aanmerkelijke verwatering van de winst per aandeel impliceren. In dit kader hebben plastic pijpenproducent Wavin en technisch textielabrikant Gamma Holding al oriënterende maatregelen getroffen. In de portefeuille van het Add Value Fund ligt het accent hoofdzakelijk op ondernemingen waarvan de verwachting gewettigd is dat zij zonder veel kleerscheuren uit de recessie kunnen komen. Inmiddels vertaalt deze selectie zich in een aansprekende relatieve outperformance. Zolang de internationale economie geen tekenen van herstel vertoont, houden wij vast aan deze strategie.

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 april 2009

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen