

## MAANDBERICHT OVER MEI 2009

### Inleiding

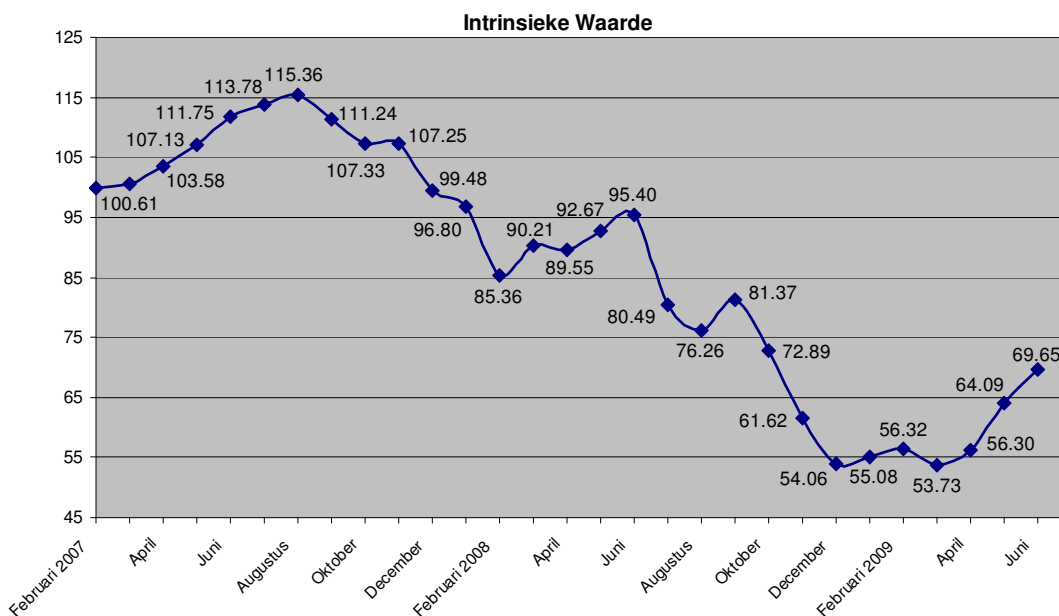
In vervolg op het scherpe koersherstel van april kon ook de maand mei worden afgesloten met belangrijk hogere koersen. De AEX-index steeg 7,8% naar 259,45, de Amsterdam Midkap Index wist 5,9% te winnen op 364,36 en de Amsterdam Smallcap Index liet zelfs een toename van 13,0% zien op 380,59. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg van € 64,09 naar € 69,65, een toename van 8,7%. Year-to-date bedraagt de waardeinstijging 26,5%. Per 29 mei was voor een bedrag van € 32,1 miljoen belegd in 23 ondernemingen. Per 1 juni 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 34,9 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 1 juni 2009	€ 69,65
Fondsvermogen per 1 juni 2009	€ 34.942.526
Aantal uitstaande participaties per 1 juni 2009	498.106

De gerealiseerde rendementen (procentueel) vanaf de start van het fonds zijn in het volgende overzicht weergegeven:

Jaar	Jan.	Febr.	Mrt.	Apr.	Mei	Juni	Juli	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jaar	Cum.
2007	-	+0,6	+2,9	+3,4	+4,3	+1,8	+1,4	-3,6	-3,5	0,0	-7,2	-2,7	-3,20	-3,20
2008	-11,8	+5,7	-0,7	+3,5	+2,9	-15,6	-5,3	+6,7	-10,4	-15,5	-12,3	+1,9	-43,10	-44,92
2009	+2,2	-4,6	+4,8	+13,8	+8,7								+26,45	-30,35



### Mutaties in de portefeuille

In de verslagmaand werd in bescheiden mate geroteerd tussen enkele belangen die in korte tijd sterk in koers waren gestegen, maar nog altijd kampen met een neerwaarts gericht winstmomentum, en enkele belangen die onzes inziens nog een onbenut koerspotentieel hebben met een positiever winstmomentum. De posities in **Aalberts Industries**, **Koninklijke BAM Groep**, **Nedap**, **TKH Group** en **Unit 4 Agresso** werden in dit kader verkleind, terwijl de belangen in **Acom**, **Direct Wonen** en **Koninklijke Ten Cate** werden vergroot.

Wij verwierven op 7 mei voorts een belang in **ERIKS Group**, direct nadat SHV Holdings een bieding op deze electrotechnische groothandel deed van € 42,- per aandeel in contanten. In deze biedprijs was het contant dividend over 2008 ter waarde van € 1,25 per aandeel dat één week later werd uitgekeerd, niet inbegrepen. Onze koopprijs bedroeg, gecorrigeerd voor dit dividend, € 37,50 per aandeel, waarmee een opwaarts koerspotentieel van 12% tot de geïndiceerde koopprijs was vastgelegd. Op 20 mei verhoogde SHV Holdings haar bieding naar € 48,- per aandeel. Tevens meldde de potentiële koper dat met grootaandeelhouders van Eriks, vertegenwoordigende 52% van de uitstaande aandelen, overeenstemming was bereikt dat zij hun aandelen tegen deze hogere prijs zouden aanbieden. Slechts wanneer een derde partij ten minste een 15% hogere bieding zou doen, zijn deze partijen gerechtigd af te zien van hun toezegging tot aanbidding. Het biedingsprospectus zal uiterlijk 30 juni beschikbaar zijn. Wij realiseren bij verkoop van het belang in Eriks een boekwinst van 28%. Het kleine belang in ingenieursbureau **Arcadis** werd met winst verkocht.

### Bedrijfsnieuws

Vaccinproducent **Crucell** rapporteerde uitstekende resultaten over het eerste kwartaal van 2009. De totale opbrengsten stegen van € 47,9 miljoen naar € 73,7 miljoen (+54%). Deze sterke stijging was vooral het gevolg van de sterk gestegen verkopen van paediatrische vaccins, in het bijzonder van Quinvaxem, het vaccin dat bescherming biedt tegen vijf kinderziektes. De bruto marge verbeterde in 2009 Q1 tot 45% (2008 Q1: 40%), onder meer vanwege gunstige valutaverhoudingen (dollar/euro en koreaanse won/euro) en een verbeterde productie-efficiency. De netto winst bedroeg € 0,2 miljoen tegen een verlies van € 9,0 miljoen in de vergelijkbare periode van 2008. De eerste helft van het jaar is traditioneel een periode van netto cash outflow, omdat Crucell in dit tijdvak de vaccins produceert, die in het najaar worden verkocht. De onderneming handhaafde de eerdere prognose van het jaarresultaat, inhoudende dat de totale opbrengsten naar verwachting met 20% zullen toenemen (in constante valuta) en dat het bedrijfsresultaat significant zal stijgen ten opzichte van het niveau van 2008. Wij taxeren een winst per aandeel van € 0,50 voor 2009 (2008: € 0,22) en voorzien vooralsnog een verdere stijging tot € 0,65 in 2010. De beurskoers van het aandeel Crucell verloor in de verslagmaand 2,6% op € 15,53, maar noteert 43% hoger dan ultimo 2008. Wij blijven onverminderd positief ten aanzien van Crucell. Voor een nadere toelichting verwijzen wij naar het maandrapport van april, waarin een uitgebreide analyse van de onderneming is opgenomen.

Technisch dienstverlener **Imtech** meldde dat de ontwikkeling van de orderportefeuille in het eerste kwartaal van 2009 in lijn is met de ontwikkelingen over de vergelijkbare periode in voorgaande jaren. Derhalve handhaaft Imtech de eerdere prognose van een verdere toename van het bedrijfsresultaat in 2009 door autonome groei en de bijdrage van acquisities. In alle divisies werd, conform de verwachting, een verdere groei van de opbrengsten gerealiseerd. In de Benelux focust Imtech zich met succes op technische (totaal)oplossingen in de energiemarkt, bijvoorbeeld hightech energiecentrales en 'groene', energiezuinige verlichting. In Duitsland werden omvangrijke opdrachten verworven, niet alleen in de energiemarkt, maar ook in de farmaceutische industrie, voor congres- en sportcentra en in de zorgsector. De komst van het EK Voetbal 2012 naar Polen werkt voor Imtech positief uit, onder andere met nieuwe orders in de hotelsector. Ook in de UK & Ierland richt Imtech zich succesvol op de energiemarkt, bijvoorbeeld met de realisatie van geavanceerde bio-gistingsinstallaties waarbij uit slib energie wordt gegenereerd. Daarnaast weet Imtech hier te profiteren van de komst van de Olympische Spelen 2012 naar Londen. In Spanje is Imtech uitgegroeid tot één van de sterkste spelers op de maintenancemarkt, met name in de

industrie (olie- & gasindustrie en petrochemie). In Scandinavië ontwikkelt het eind vorig jaar overgenomen NVS zich goed met een brede stroom aan middelgrote en kleinere opdrachten en een groeiende positie op de energiemarkt. Ter versterking van het portfolio in Scandinavië werden twee goed presterende ondernemingen overgenomen, te weten een maintenancebedrijf en een werktuigbouwkundige processpecialist. In de ICT-markt weet Imtech zich in Europa goed staande te houden, mede door het sterke portfolio van de combinatie van hardware, software en managed IT-services in talrijke marktsegmenten. Het grote aantal langlopende onderhoudscontracten en intelligente verkeersoplossingen in de markt van Traffic genereren een min of meer stabiele stroom aan inkomsten. In de maritieme markt werd progressie geboekt met orders voor Duitse marinesfregatten, een groot cruiseschip en luxe (mega)jachten. In een aantal markten ondervindt Imtech de eerste voorzichtige positieve signalen van aantrekkende overheidsinvesteringen als gevolg van economische stimuleringsprogramma's. De financiële positie van Imtech is stabiel en blijft ruim binnen de marges van de met de banken afgesloten convenanten. Wij taxeren voor 2009 een winst per aandeel van € 1,80 (2008: € 1,64), waarmee Imtech tot de schaarse ondernemingen behoort die in het lopende jaar een winstgroei zullen weten te realiseren. De beurskoers van het aandeel steeg in mei met 18,5% tot ruim € 14,-, waarmee een deel van de underperformance van de eerste vier maanden van het jaar werd ingelopen. Year-to-date noteert het aandeel Imtech thans +17%, gelijk aan het marktgemiddelde. Gezien de uitstekende kwaliteit van de onderneming achten wij een hogere waardering alleszins gerechtvaardigd. Vandaar dat Imtech de tweede positie in de portefeuille inneemt.

Detachingsbedrijf **Brunel International** overtrof de marktverwachtingen met een voortreffelijk resultaat over het eerste kwartaal van 2009. De omzet steeg met 13% van € 162,1 miljoen tot € 183,7 miljoen, terwijl de EBIT met 4% steeg van € 13,2 miljoen tot € 13,7 miljoen. Dientengevolge daalde de EBIT-marge van 8,1% naar 7,5%. Het blijkt dat Brunel in staat is om in neergaande markten marktaandeel te winnen van de concurrentie. In Nederland slaagde Brunel erin de omzet nog met 2% te laten toenemen in vergelijking met dezelfde periode van 2008, ofschoon de winstgevendheid wel onder druk stond. In Duitsland werd een 8% lagere omzet gemeld, maar gecorrigeerd voor afgestoten deelnemingen, bedroeg de autonome teruggang slechts 2%. Ook hier moesten een lagere bruto marge en dito productiviteit worden geaccepteerd, maar het management slaagt erin aanzienlijk marktaandeel te winnen in een zeer competitieve markt. Brunel's energiedivisie liet een omzetgroei van 28% zien ten opzichte van 2008 Q1 met een verbetering van de bruto marge. Brunel is internationaal marktleider in deze sector en is, gelet op haar ijzersterke balansverhoudingen, goed in staat de (te) scherp gefinancierde concurrentie de loef af te steken. Het management onthoudt zich van uitspraken ten aanzien van het te verwachten resultaat voor geheel 2009. Omdat analisten een gemiddeld (veel) te terughoudende taxatie voor 2009 hanteerden, zijn na publicatie van de eerste kwartaalcijfers de winstprognoses en recommendaties over de gehele linie fors verhoogd. Wij taxeren voor 2009 een winst per aandeel van € 1,60 (2008: € 1,96), waarmee de aandelen Brunel International, ondanks een koersstijging van 62% in 2009, nog altijd op slechts 8,3 maal de getaxeerde winst 2009 worden gewaardeerd. Bij een onveranderd contant dividend van € 0,80 per aandeel bedraagt het dividendrendement 6%.

Nedap Energy Systems, onderdeel van 'Venture Factory' **Nedap**, werkt al geruime tijd aan de ontwikkeling van een geheel nieuw concept voor het omvormen en bruikbaar maken van energie uit hernieuwbare bronnen zoals zon en wind. Inmiddels is de ontwikkelingsfase vrijwel afgerond en begint de marktintroductie. Op de Intersolar-beurs in München werd de zogenaamde "Powerrouter" gelanceerd. Nedap gaat vanaf heden intensief op zoek naar business partners in verschillende landen in Europa om de Powerrouter succesvol te vermarkten. De Powerrouter is volgens Nedap een nieuwe stap in Inverter Technology. Waar een traditionele inverter ("omvormer") slechts één energiefunctie beschikbaar stelt, kiest de Powerrouter de beste configuratie uit verschillende energiebronnen op realtime-basis afhankelijk van de omstandigheden (temperatuur, beschikbaarheid wind, etc). Met andere woorden, er is een ononderbroken beschikbaarheid van energie om de

energievoorziening continue zeker te stellen. Er is een online internetverbinding beschikbaar om ook op afstand de energie-performance te kunnen monitoren. Deze nieuwe vinding moet Nedap mede in staat stellen om vanaf 2010 het pad van winstgroei weer op te gaan. Dit jaar zal het netto resultaat als gevolg van de economische crisis naar verwachting halveren. Tegen de huidige beurskoers van € 16,- wordt bij een verwachte winst per aandeel van € 1,- derhalve 16 maal *depressed earnings* voor de aandelen Nedap betaald, maar bedraagt het dividendrendement altijd nog een aantrekkelijke 5,6% omdat de onderneming traditioneel het overgrote deel van de winst (90% pay-out) als contant dividend uitkeert.

Maritiem dienstverlener **Smit Internationale** rapporteerde een nettowinst van € 28 miljoen over de eerste drie maanden van 2009. In dit resultaat is een buitengewone bijdrage van € 10 miljoen begrepen uit hoofde van de settlement van het "Thunderhorse"-project. Zonder deze bijdrage zou het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening licht gedaald zijn in vergelijking met dat van het eerste kwartaal van 2008. Hiervoor zijn met name een belangrijk lagere winstbijdrage van de Harbour Towage-divisie en een geringer werkaanbod in de Bergingsdivisie verantwoordelijk. Smit's CEO Ben Vree gaf als toelichting dat de onderneming in enkele divisies wordt geconfronteerd met de gevolgen van de internationale recessie, maar dat Smit door de langlopende contracten in de Terminals-divisie, alsmede door de synergieën tussen de verschillende bedrijfsonderdelen goed gesteld is om deze uitdagende tijden goed door te komen. Niettemin geeft Vree geen prognose voor het jaarresultaat. Op de jaarvergadering van Smit werd duidelijk dat grootaandeelhouder Boskalis (belang 25%) nog altijd pogingen onderneemt om (onderdelen van) Smit Internationale op termijn in te lijven. Dit beperkt onzes inziens het neerwaarts koersrisico van de aandelen. Tegen de huidige beurskoers van € 42,- beschouwen wij Smit Internationale als een interessant rendementsaandeel. Uitgaand van een winst per aandeel 2009 van € 5,- (2008: € 6,44) veronderstellen wij een contant dividend van € 2,50 per aandeel (2008: € 3,-), waarmee de aandelen thans een dividendrendement van 6% genereren.

**Direct Wonen** is marktleider in Nederland op het gebied van particuliere woningverhuur met 24 vestigingen (23 vast en tot op heden 1 mobiel). De overige twee divisies, Financiële Dienstverlening en Nieuwbouwverkoop, zijn toonaangevend in de markt. Direct Wonen heeft het afgelopen jaar aangegrepen om de organisatie aan te passen aan de veranderde marktomstandigheden. Immers, aanvankelijk was Direct Wonen volledig ingesteld op groei; nu de vastgoed(gerelateerde) markt nagenoeg is stilgevallen, was een andersoortig business model een pure noodzaak. Vorig jaar daalde de omzet van € 43,6 miljoen naar € 29,9 miljoen (-31%), vanwege het vrijwel volledig wegvallen van de nieuwbouwverkopen. De EBITDA exclusief buitengewone lasten kwam uit op € 3,8 miljoen (2008: € 9,8 miljoen). Daarnaast waren er reorganisatie- en integratiekosten ter grootte van € 7,1 miljoen. Dit bedrag was aanzienlijk hoger dan aanvankelijk voorzien. Dit komt door de afwikkeling van een geschil dat in 2007 is ontstaan. Direct Wonen nam destijds een nieuwbouwproject in Tilburg over met verkoopgarantie van bouwer en projectontwikkelaar Volker Wessels Stevin. In 2008 verkocht Direct Wonen dit project aan een institutionele belegger met een forse boekwinst zonder de contractuele partijen (verkoper en bouwer) daarvan op de hoogte te stellen. Dit geschil is met betreffende partijen in 2008 opgelost, maar resulteerde wel in een extra last van € 2,8 miljoen. Als gevolg van deze last kwam de EBITDA van de divisie Nieuwbouwverkoop uit op € 2,7 miljoen negatief bij een omzetniveau van slechts € 1,1 miljoen (2007: € 18,7 miljoen). De EBITDA van de Verhuurdivisie exclusief bijzondere lasten steeg met 14% naar € 2,5 miljoen. De omzet inclusief bijzondere lasten steeg met 19% naar € 13,9 miljoen, waarbij de herstructureringslasten € 1,7 miljoen bedroegen. Het aantal unieke bezoekers op de website [www.directwonen.nl](http://www.directwonen.nl) en het afsluiten van nieuwe woonabonnementen ad € 35,- neemt nog steeds toe. De conversieratio van woonabonnement naar verhuurtransactie blijft onder de huidige marktomstandigheden gelijk, maar zal uiteindelijk weer stijgen. Het aantal woonabonnementen ligt op dit moment rond de 100.000, waarvan 68.000 zijn afgesloten via de website en de overige 32.000 via de 24 vestigingen. Jaarlijks worden er in Nederland ongeveer 40.000 verhuurtransacties afgesloten. Direct Wonen heeft een marktaandeel van circa 20%, hetgeen correspondeert met 8.000 verhuurtransacties per jaar. De gemiddelde

transactieprijs (1 maand huur) is € 703,-. De overname van Kamernet heeft positief bijgedragen aan het resultaat. Binnenkort gaat deze bemiddelaar in studentenkamers een nieuwe sms-dienst aanbieden. Nu worden circa 13 miljoen e-mails per maand met kameraanbod verstuurd. In het nieuwe model kunnen studenten het kameraanbod ontvangen voor € 0,40 per sms. Voor dit bedrag krijgen ze als eerste het kameraanbod te zien vóórdat het op de website wordt gezet. Dit nieuwe model zal de winstgevendheid van Kamernet belangrijk kunnen vergroten. Ook het overgenomen Settle Service te Haarlem had een uitstekend jaar. Deze relocater richt zich op expats. Alhoewel de vooruitzichten voor deze niche minder zijn, blijft dit segment (huurprijzen > € 2.500,-) zeer interessant vanwege de hoge winstmarges. De divisie Financiële Dienstverlening boekte ondanks de kredietcrisis redelijke resultaten. Het beëindigen van directhypotheken.nl en de integratie van geldshop.nl moet in 2009 zijn vruchten gaan afwerpen. De totale reorganisatie- en integratiekosten kwamen vorig jaar uit op € 2,6 miljoen. De omzet inclusief bijzondere lasten steeg met 12% naar € 14,9 miljoen en de EBITDA bedroeg € 1,4 miljoen negatief. Exclusief de bijzondere lasten was er echter een verbetering van 62% naar € 1,3 miljoen. De goede spreiding van producten (hypotheken, consumptief krediet, verzekeringen, gouden handdrukken en pensioenen) zorgt in deze divisie voor een goede kasstroom. In 2008 was er een forse terugval in het aantal hypotheekafsluitingen, dit werd echter grotendeels goedgemaakt door een hogere opbrengst uit gouden handdrukken. In 2008 is het aantal fte's met 94 gereduceerd tot 266 op jaareinde (-26%). Volgens bestuursvoorzitter Yvonne Swaans is de organisatie hiermee weer 'lean and mean' en klaar voor kansen in de markt. Direct Wonen is in mei 2007 tegen een beurskoers van 137 pence op de Britse Alternative Investment Market (AIM) geïntroduceerd. Destijds had de onderneming (tegen de toen vigerende pond sterling koers) een beurswaarde van ruim € 300 miljoen. Achteraf blijkt deze beursintroduktie op de top van de markt te hebben plaatsgevonden. De meeste deelnemers aan de IPO hebben hun stukken nadien tegen dalende koersen verkocht. Wij menen dat de beurskoers van Direct Wonen (veel) te ver is gedaald. Een eenvoudige berekening leert dat het eigen vermogen per aandeel van € 0,465 (huidige koers: 32,5p ofwel € 0,375), de vrije kaspositie van € 0,25 per aandeel en een bankschuld van € 0,12 per aandeel per eind maart een voortreffelijke uitgangspositie bieden om in 2009 een tevredenstellend resultaat te kunnen boeken. Oprichters Yvonne Swaans en Richard Westerhuis delen kennelijk onze mening. Zij hebben via investeringsmaatschappij Weswa B.V. hun belang in 2008 na de forse koerscorrectie met 10% uitgebreid naar ruim 80%. Dit betekent dat de free float ter beurze zeer beperkt is. Wij sluiten een beursintroduktie op NYSE Euronext Amsterdam in 2010 niet uit, omdat de toegevoegde waarde van een notering op AIM feitelijk een negatieve blijkt te zijn en Direct Wonen een puur Nederlandse onderneming is. De beurskoers van het aandeel steeg in mei met ruim 35% en noteert year-to-date +83% (inclusief 14% valutawinst).

Bouwmaatschappij **Koninklijke BAM Groep** blijkt in 2009 vol te worden geraakt door de gevolgen van de kredietcrisis. Over het eerste kwartaal van 2009 daalde de netto winst met 84% van € 51,6 miljoen naar € 8,3 miljoen. De daling van de opbrengsten bleef beperkt tot 4,8% van € 1.868 miljoen tot € 1.778 miljoen. Met name in de sectoren Bouw – resultaat vóór belastingen gehalveerd tot € 16,6 miljoen – en Vastgoed – resultaat vóór belastingen van € 22,5 miljoen omgeslagen naar € 15,2 miljoen negatief - vallen harde klappen. Er wordt slechts zeer beperkte compensatie verkregen in de sector Installatie, terwijl ook de Belgische markt verhoudingsgewijs goed presteert. Omdat wij voor 2010 rekening houden met een aanhoudende druk op de marges, hebben wij het belang in BAM Groep reeds voor publicatie van het eerste kwartaal resultaat met een kwart gereduceerd. Hierbij speelde de uitstekende performance van het aandeel sinds het dieptepunt in november 2008 van € 4,60 mede een rol. Wij taxeren voor 2009 een winst per aandeel van € 1,00 en gaan voor 2010 uit van een verdere daling tot € 0,75. Daarmee is het aandeel BAM Groep tegen de huidige beurskoers van € 6,70 onzes inziens redelijk geprijsd. Daarentegen zijn er op afzienbare termijn onvoldoende triggers om de waardering naar een (veel) hoger niveau te brengen. De financiële positie van BAM Groep is vooralsnog als ruim voldoende te kwalificeren, maar is ook weer onvoldoende krachtig om groei door middel van acquisities te kunnen faciliteren.

Wij bezochten eind mei de jaarvergadering van **Amsterdam Commodities**, kortweg Acomo. Ofschoon de onderneming traditioneel geen prognose geeft van de winst in het lopende boekjaar, werden ter vergadering voldoende signalen afgegeven waaruit kon worden afgeleid dat in 2009 rekening moet worden gehouden met een winstdaling van 20 tot 25%. De resultaten in 2008 werden voor een belangrijk gedeelte gedragen door een incidenteel uitstekend resultaat van de 42,5%-deelneming in RCA, de grootste onafhankelijke rubberhandelaar ter wereld. De rubberprijzen kenden vorig jaar een ongekend grote volatiliteit: in de eerste helft van het jaar steeg de prijs met 30%, waarna in de tweede helft van het jaar een daling van 70% volgde. De handelaren van RCA wisten met name van de prijsdaling optimaal te profiteren en realiseerden in dit tijdvak ruim een kwart van de gehele jaarwinst van Acomo. Uitgaande van een 25% lager resultaat in 2009 komt de winst per aandeel alsdan uit op € 0,43 (2008: € 0,535), waarmee het aandeel thans op circa 10 maal de winst wordt gewaardeerd. Omdat Acomo vanouds 60 tot 65% van de winst als contant dividend uitkeert, bedraagt het dividendrendement bij ongewijzigd beleid thans 6,5%. Omdat Acomo geleidelijk de belangen in het sterk groeiende Food Ingredients uitbreidt, zijn wij voornemens het belang tegen lagere koersen verder uit te breiden.

Industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** publiceerde voor het eerst in haar bestaan een kwalitatief kwartaalbericht, waarin het een stabilisatie van de activiteiten en de omzet ten opzichte van de laatste maanden van 2008 meldde. Dit impliceert een scherpe daling ten opzichte van de overeenkomstige periode van vorig jaar. Aalberts heeft hier aan de kostenkant op gereageerd door sinds medio 2008 het aantal medewerkers te verminderen met 1.600 en door werktijdverkorting door te voeren. Daarnaast wordt scherp gestuurd op werkkapitaalbeheer en blijven investeringen beperkt. In de sector Industrial Services bleven de marktomstandigheden uitdagend, in het bijzonder in de segmenten automotive, halfgeleiders en electrotechniek. De segmenten aerospace, defensie en medisch ontwikkelden zich relatief voorspoedig. De vraag naar nieuwe producten en diensten bleef betrekkelijk stabiel, waarmee de autonome omzetsdaling enigszins werd gecompenseerd. Industrial Services kon profiteren van de algemene tendens dat afnemers onder de huidige marktomstandigheden een duidelijke voorkeur etaleren voor solide en stabiele leveranciers. De sector Flow Control had eveneens te maken met moeilijke marktomstandigheden. In deze markten wordt compensatie gevonden door een meer gefocuste omzetinspanning, waarbij verkoopplatforms worden gebundeld, waardoor completere portfolio's van producten kunnen worden aangeboden. Daarnaast werden nieuwe producten en systemen geïntroduceerd, waaronder sprinkler toepassingen en renewable solutions, die een groot potentieel voor de groep als geheel vertegenwoordigen. Als gevolg van de-stocking programma's werd in West-Europa, inclusief het Verenigd Koninkrijk, een autonome omzetsdaling genoteerd. Ditzelfde fenomeen domineerde de Oost-Europese markten, alwaar gebrek aan voldoende financiering extra omzetsdruk teweeg bracht. De marktsituatie in Zuid-Europa, waar Aalberts een bescheiden marktpositie heeft, bleef moeilijk. Tenslotte vertoonde de Amerikaanse markt tekenen van stabilisatie. Hier is het accent verlegd naar de renovatie- en commerciële bouwmarkten, die relatief goed presteerden. Wij zien naar aanleiding van dit trading statement geen reden om de taxaties van Aalberts Industries te wijzigen. Wij hanteren een winst per aandeel van € 0,50 voor 2009 (2008: € 1,02) en gaan voor een bescheiden herstel tot € 0,65 in 2010. Tegen de huidige beurskoers van € 7,20 achten wij de aandelen Aalberts Industries juist gewaardeerd gezien de matige vooruitzichten voor de komende 12 tot 18 maanden.

Ingenieursbureau **Grontmij** realiseerde in het eerste kwartaal van 2009 totale bedrijfsopbrengsten ter waarde van € 208,5 miljoen (2008 Q1: € 195,9 miljoen), een toename van 6,4%. Het bedrijfsresultaat (EBIT) verbeterde 10,8% van € 14,0 miljoen tot € 15,6 miljoen. Het netto resultaat kwam uit op € 8,9 miljoen (2008 Q1: € 9,3 miljoen), een daling van 4,5%, welke werd veroorzaakt door een hogere belastingdruk en valuta-effecten. De aan de publieke markt gerelateerde sectoren infrastructuur, water, energie en milieu bleven robuust. In deze sectoren won Grontmij nieuwe opdrachten en werden nieuwe medewerkers geworven. In sommige landen werd een positieve invloed ervaren van de stimuleringsprogramma's van de overheden. Daar stond tegenover dat

zowel de vastgoedmarkt als ook andere delen van de sectoren bouw en industrie die gericht zijn op de private sector verslechteren, wat resulteert in uitstel of zelfs annulering van opdrachten. Als gevolg van deze verslechtering neemt de concurrentie en de druk op groei en prijzen toe waardoor 2009 een meer uitdagend jaar zal zijn. In reactie op de verschillende marktomstandigheden richt Grontmij de aandacht op uitbreiding waar omstandigheden gunstig zijn en profiteert de onderneming van haar lokale posities, de langdurige goede relaties met haar klanten en een toenemende vraag naar duurzame en klimaatgerelateerde oplossingen. Tegelijkertijd verlaagt Grontmij de kosten en capaciteit in die onderdelen van haar bedrijf die door de economische neergang worden geraakt. De onderneming geeft geen prognose van de jaarwinst 2009, wij gaan vooralsnog uit van een nagenoeg evenaring van de winst per aandeel van 2008, te weten € 2,37. Tegen de huidige beurskoers van € 17,50 bedraagt de koers/winstverhouding aldus 7,4 en komt het dividendrendement op 6,3%.

**LBi**, wereldwijd actief als marketing en technology agency, rapporteerde een tevredenstellend eerste kwartaalresultaat. Weliswaar daalde de omzet met 8,5% van € 37,8 miljoen naar € 34,6% (-5,9% tegen constante valutakoersen), hetgeen hoofdzakelijk het gevolg was van een licht verminderde vraag en tragere besluitvormingsprocessen bij klanten, de EBITDA (vóór herstructurering) kon verbeteren van € 2,2 miljoen tot € 3,8 miljoen, een stijging van 76%. De EBITDA-marge klom van 5,7% tot 10,9%. Een strategische herstructurering die de kostenbasis met minimaal € 9 miljoen moet verlagen, vergde een eenmalige last van € 3,8 miljoen, waardoor een netto verlies resteerde van € 2,5 miljoen (2008 Q1: -€ 0,7 miljoen). Hiermee is volgens topman Luke Taylor LBi op de juiste leest geschoeid om een goede EBITDA-performance in het restant van 2009 te kunnen leveren aan de core group van zogenaamde complex global agency of records accounts. Wij achten LBi in staat om het resultaat van 2008, een winst per aandeel van € 0,15, te evenaren in het lopende jaar. De koers van het aandeel daalde in de verslagmaand 6,5% naar € 1,30, maar noteerde ten opzichte van ultimo 2008 nog +8,3%. Gezien het feit dat online-advertentiebestedingen nog altijd (licht) stijgen en LBi in dit segment een overtuigende propositie kan aanbieden, hebben wij in mei het belang (1,9% van de portefeuille) enigzins uitgebreid.

#### Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Crucell	11,2%
Imtech	9,4%
Unit 4 Agresso	7,1%
Brunel International	6,4%
Nedap	6,1%
Smit Internationale	5,4%
Koninklijke Ten Cate	4,9%
TKH Group	4,9%
Direct Wonen	4,3%
HES Beheer	3,7%
Overige 13 ondernemingen	28,5%
Liquiditeiten en overige	8,1%
Totaal	100,0%

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



Vooruitzichten

In de eerste week van juni steeg de waarde per participatie met 1,7% tot € 70,86, hetgeen een stijging van 28,7% ten opzichte van ultimo 2008 betekende. Het is hierbij vermeldenswaard dat deze scherpe stijging grotendeels in de afgelopen negen weken tot stand is gekomen. Tevens kan worden geconstateerd dat de internationale middellange en lange rente op staatspapier sinds begin mei een fors stijgende tendens vertoont, mede onder invloed van een toenemende bezorgdheid over de kredietwaardigheid en grote leenbehoefte van overheden. Om deze reden houden wij voor de komende zomerperiode rekening met enige (koers)correctie vanaf de huidige niveau's. Inclusief het binnen circa een maand te verkopen belang in ERIKS Group, bedraagt de liquide positie momenteel circa 11% van het fondsvermogen. Met deze positie zullen wij, mocht een correctie daadwerkelijk plaatsvinden, in staat zijn tegen aantrekkelijke(r) beurskoersen onze aandelenbelangen verder te vergroten.

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 juni 2009