

MAANDBERICHT OVER MAART 2010

Inleiding

De aandelenmarkten sloten de maand maart af met hogere koersen, waarmee de verliezen van februari ruimschoots werden goedge maakt. De AEX-index eindigde de verslagmaand 8,3% hoger op 344,22. De Amsterdam Midkap Index steeg 8,5% tot 562,97, terwijl de Amsterdam Smallcap Index 6,2% toevoegde op 497,25. De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund N.V. steeg met 3,9% van € 22,69 naar € 23,57, waarbij de aantekening past dat de participaties van Add Value Fund eind maart 4:1 zijn gesplitst, vooruitlopend op de beursnotering per 8 april 2010. Over het eerste kwartaal van 2010 bedraagt de waardeinstijging 10,0%.

Per 31 maart 2010 was voor een bedrag van € 40,4 miljoen belegd in 17 ondernemingen. Per 1 april 2010 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 40,5 miljoen, waarbij een liquide positie van 0,3% van de portefeuille wordt aangehouden.

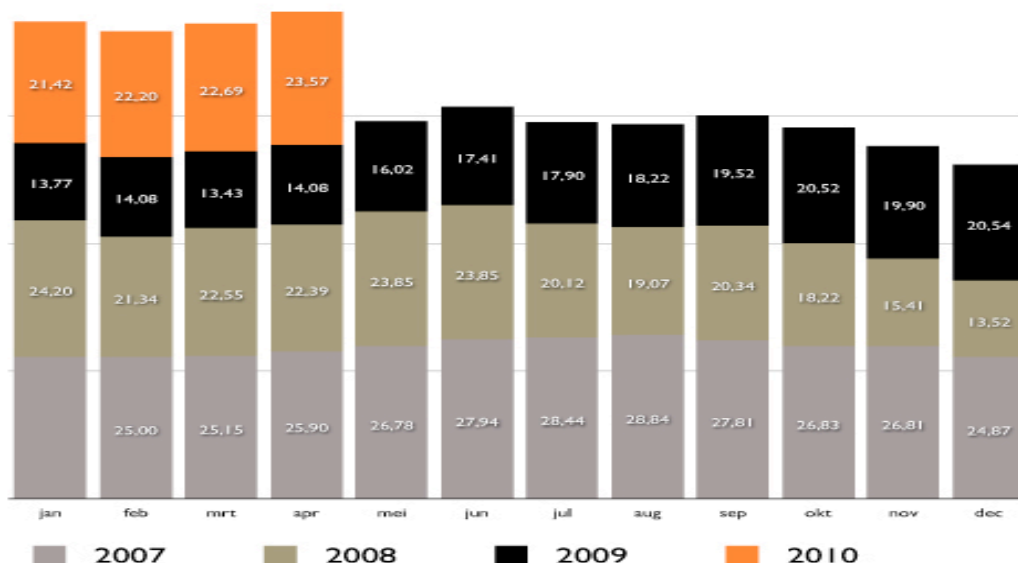
De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 april 2010 zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per aandeel	€ 23,57
Fondsvermogen	€ 40.495.805
Aantal uitstaande aandelen	1.718.108

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	+2,8	+1,8	+7,1	+5,1	-3,0	+3,2	+4,3	+55,55	-14,32
2010	+3,7	+2,2	+3,9										+10,04	-5,72

De ontwikkeling van de intrinsieke waarde per aandeel in Euro's is hieronder weergegeven:



Mutaties in de portefeuille

Het aantal namen in de portefeuille werd met twee gereduceerd tot 17. De relatief kleine posities in **Ordina** en **USG People** werden met een gering verlies afgestoten. De door beide ondernemingen gepresenteerde jaarcijfers over 2009 en de prognose voor de te verwachten resultaten in 2010 waren teleurstellend en vormden aanleiding tot verkoop van de belangen. Daarnaast werden de posities in **Aalberts Industries** en **Sligro Food Group** enigszins verkleind nadat de afgelopen periode een goede performance was gerealiseerd.

Wij breidden de belangen in **Amsterdam Commodities** (Acom), **Hunter Douglas** en **LBI International** in bescheiden mate uit. In het geval van Acom was dit het gevolg van de voortreffelijke winstontwikkeling in het vierde kwartaal van 2009. Bij Hunter Douglas vormde de komende uitkering van een superdividend de aanleiding tot aankoop, terwijl bij LBI International de voorgenomen fusie met Bigmouthmedia uitbreiding van de positie rechtvaardigde.

Bedrijfsnieuws

Imtech, technische dienstverlening in Europa, heeft voor een bedrag van € 175 miljoen orders ontvangen voor duurzame technologische oplossingen voor afval- en rioolwaterbeheersing in het Verenigd Koninkrijk. De komende jaren is Imtech technologiepartner voor de volgende fase van het Asset Management Plan voor Welsh Water in Wales en werkt het aan de technologische upgrade van de rioolwaterzuiveringsinstallaties in Crossness en Beckton in Londen. Imtech is één van de sterkste spelers op de Britse markt voor afval- en rioolwaterverwerking. De afgelopen jaren heeft Imtech deze positie verder uitgebouwd met lange termijn klantrelaties, partnerships in joint ventures en door het bieden van steeds meer toegevoegde waarde in haar technologische prestaties. Dankzij de nieuwe orders voor de volgende fase van het Welsh Water Asset Management Plan en de technologische upgrade van de waterzuiveringsinstallaties voor rioolwater in Crossness en Beckton in Londen is Imtech in het Verenigd Koninkrijk de komende jaren verzekerd van continuïteit. Daarnaast verwierf Imtech in Nederland en in het Verenigd Koninkrijk opdrachten ter waarde van ruim € 50 miljoen die substantieel bijdragen aan een efficiënte en duurzame verkeersmobiliteit. Het gaat onder meer om dynamische verkeerssignalering, de technologische renovatie van een verkeerscentrale en aanleg van hightech communicatiesystemen langs snelwegen. Imtech beschikt over een sterke Europese positie op de markt voor verkeerstechnologie. De nieuwe orders vormen het bewijs dat Imtech zich verder ontwikkelt en steeds meer toegevoegde waarde levert op strategische gebieden als (dynamische) verkeershandhaving, verkeersmonitoring en verkeersinformatie. Deze orders dragen in belangrijke mate bij aan meerjarige continuïteit.

Het aandeel Imtech was in het eerste kwartaal van 2010 met een koersstijging van 25,8% het best presterende fonds in de portefeuille van het Add Value Fund. Tegen de huidige beurskoers van € 23,80 wordt ruim 11 maal de getaxeerde winst per aandeel van € 2,15 (2009: € 1,92) voor Imtech betaald. Gegeven de gunstige perspectieven hanteren wij een koersdoel van € 29,-, waarmee het opwaarts koerspotentieel circa 22% bedraagt.

In aansluiting op de berichtgeving in het maandbericht over februari past de mededeling dat vaccinproducent **Crucell** naar verwachting additionele verkopen van haar succesvolle vaccin tegen vijf kinderziekten Quinaxem zal kunnen gaan leveren aan Unicef. Inmiddels is duidelijk dat de Indiase producent Shantha Biotechnics – vorig jaar overgenomen door Sanofi Pasteur en onderdeel van de sanofi-aventis Group – niet in staat is de juiste kwaliteit vaccin te bieden. Dit jaar zou Shantha, volgens een overeenkomst met Unicef, 45 miljoen doses van haar SHAN5 vaccin leveren. Crucell lijkt als enige producent in staat te zijn vervangende vaccins te leveren. In eerste instantie betreft het een levering aan Nepal ter waarde van € 0,5 miljoen. In 2009 leverde Crucell 64 miljoen doses.

Indien de onderneming een belangrijk deel van het eerder aan Shantha toegewezen contingent zou mogen leveren, waartoe Crucell qua productiecapaciteit en beschikbare voorraad in staat is, zou dit een significant positief effect op de omzet en resultaat van dit jaar hebben. Het aandeel Crucell realiseerde in maart een koersstijging van 8,3% waardoor over het eerste kwartaal in totaal 9,5% koerswinst kon worden bijgeschreven. Vooral nog is de huidige beurskoers van € 15,20 nog ruim 26% verwijderd van de € 20,63 per aandeel die Johnson&Johnson in september 2009 bereid was te betalen voor een 18%-pakket in Crucell. Wij zijn van mening dat het winstgevende en met een liquiditeit van bijna € 500 miljoen rijk bedeelde Crucell ten minste de waardering verdient die J&J er ruim een half jaar geleden aan toekende.

Hunter Douglas, wereldmarktleider in raambekleding en een toonaangevende producent van architectonische producten, rapporteerde de jaarcijfers over 2009. De groep, die in US dollars rapporteert, blijkt in het vierde kwartaal de

gevolgen van de recessie zo goed als te hebben verwerkt. De omzet in 2009 Q4 kwam uit op \$ 640,9 miljoen, een toename van 2,7% in vergelijking met de omzet over hetzelfde kwartaal van 2008 van \$ 624,1 miljoen. Deze stijging was overigens de resultante van een volumedaling van 6,1% en een positief valuta-effect van 8,8%. De autonome omzet groeide in Azië, bleef stabiel in Latijns Amerika en daalde nog in Noord-Amerika en Europa. Het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening vertoonde een scherp herstel van \$ 23,0 miljoen naar \$ 66,6 miljoen. Over geheel 2009 boekte HD een netto winst van \$ 90,1 miljoen tegen een verlies van \$ 35,5 miljoen in 2008. Deze verbetering was voor het overgrote deel toe te schrijven aan de omslag in het resultaat van de Investment Portfolio van negatief \$ 159,8 miljoen in 2008 naar een winst van \$ 2,9 miljoen in 2009. De winst per aandeel kwam in 2009 uit op € 1,82 (2008: - € 0,64). Hunter Douglas betaalt uit deze winst een normaal contant dividend van € 1,00 per aandeel. Daarnaast besloot de ondernemingsleiding tot uitkering van een superdividend van € 7,00 per aandeel. Deze extra uitkering wordt gefinancierd uit bestaande kredietlijnen in combinatie met opbrengsten uit de vorig jaar afgebouwde Investment Portfolio. Het extra dividend is mogelijk doordat Hunter Douglas na de drastische reorganisatie van de Amerikaanse en Europese activiteiten in 2008 en 2009, beschikt over een versterkte cash genererende bedrijfsvoering. Bovendien zullen de investeringsuitgaven in 2010 wederom ruim binnen de afschrijvingen blijven. Ondanks de genereuze uitkering blijft Hunter Douglas beschikken over een conservatief gefinancierde balans met slechts een bescheiden lange schuld. Gezien de ontwikkelingen in 2009 Q4 en de door het management geuite verwachtingen ten aanzien van 2010 hebben wij besloten de winsttaxaties voor het lopende jaar enigszins te verlagen. Gingen wij aanvankelijk uit van een winst per aandeel van € 4,45 voor 2010, wij taxeren nu € 3,75, hetgeen nog altijd een ruime verdubbeling is ten opzichte van het vorig jaar gerealiseerde resultaat. Onze lagere taxatie is ingegeven door de observatie van het management dat het resultaat in Europa in het lopende jaar onder druk zal kunnen komen te staan, nadat dit vorig jaar nog verhoudingsgewijs goed stand hield, met name in de Benelux. Daarnaast verwacht men in Noord-Amerika weliswaar enig herstel, maar zijn de macro-omstandigheden nog niet van dien aard dat een scherpe omzet- en winststijging mag worden verwacht, anders dan uit hoofde van de aanzienlijk verlaagde kostenbasis. Voor Azië en Latijns Amerika is HD gematigd optimistisch, waarbij de aantekening past dat beide regio's vooralsnog een bescheiden deel (ca. 20%) van de groepsomzet leveren.

Met betrekking tot de huidige beurswaardering zijn wij onverminderd enthousiast ten aanzien van een belegging in Hunter Douglas. In de huidige beurskoers van € 39,50 zit in totaal € 8,00 contant dividend besloten, hetgeen een direct dividendrendement van 20,3% oplevert. Op ex-dividendbasis noteert Hunter Douglas € 31,50, waarmee slechts 8,4 maal de verwachte winst 2010 voor de aandelen wordt betaald. Wij hanteren een koersdoel van € 50,-, waarmee het opwaarts koerspotentieel vanaf de ex-dividendkoers ruim 58% bedraagt.

Database-leverancier Oracle en softwareleverancier **UNIT4** hebben een overeenkomst gesloten over het gebruik van Oracle Business Intelligence Suite Enterprise Edition Plus (Oracle BI EE Plus) bij verschillende applicaties van UNIT4. Het distributiecontract is getekend voor een periode van drie jaar. Het wordt hiermee voor UNIT4-klanten aantrekkelijker om Oracle BI EE Plus technologie in te zetten voor hun business intelligence vraagstukken. Er is een tendens zichtbaar dat steeds vaker zowel grote bedrijven als het midden- en kleinbedrijf voor de Oracle-toepassing kiezen in plaats van de meer traditionele BI-leveranciers. Met name de breedte van het aanbod en de integratiemogelijkheden met aansluitende software spelen daarbij een belangrijke rol. De samenwerking versterkt UNIT4's uitgangspositie om verder marktaandeel te winnen. De consensus markttaxatie van de winst per aandeel 2010 bedraagt € 1,61 (2009: € 1,33), hetgeen bij de huidige beurskoers van € 19,20 een koers/winstverhouding van bijna 12 impliceert. Wij hanteren een koersdoel van € 24,-, waarmee het opwaarts koerspotentieel 25% bedraagt.

De jaarcijfers over 2009 van detachingsbedrijf **Brunel International** bevatten geen verrassingen. De omzet steeg met 3,4% van € 714,2 miljoen naar € 738,4 miljoen, terwijl de winst voor belasting met 27,4% daalde van € 62,1 miljoen naar € 45,1 miljoen. In het licht van het recessiejaar 2009 leverde Brunel een excellente prestatie. Recordresultaten in de divisie Brunel Energy boden tegenwicht tegen de teruggang in de arbeidsbemiddelingsactiviteiten in Duitsland en Nederland. Het zelfbewustzijn van het management werd onderstreept doordat het contante dividend per aandeel bleef

gehandhaafd op € 0,80 per aandeel, hetgeen een verhoging van de pay out betekende van 40,8% naar 59,3%. De consensusprognose voor 2010 gaat uit van een stabiele tot licht stijgende omzet en een bescheiden herstel van de netto winst van (per aandeel) € 1,36 naar € 1,60 (vergelijk 2008: € 1,96). Voor 2011 en 2012 gaan de schattingen uit van sterkere stijgingen tot respectievelijk € 2,10 en € 2,80. Deze verwachte versnelling van de winstgroei is mede het gevolg van het aanlopen van enkele omvangrijke energieprojecten vanaf de tweede helft van 2010 die in latere jaren aan de winst gaan bijdragen. Bovendien zal bij een aantrekkelijke economische groei in West-Europa de leverage in het business model van Brunel zich in sterkere mate manifesteren. De gemiddelde koersdoelen van analisten bewegen zich tussen € 35,- en € 40,-, hetgeen bij de huidige beurskoers van € 26,- een opwaarts koerspotentieel van ruim 44% oplevert.

Het resultaat van specialistisch textielproducent **Koninklijke Ten Cate** over het vierde kwartaal van 2009 was tegenvallend. De omzet daalde autonoom met 18% (-5% valuta-effect) tot € 186 miljoen. Bij de marktgroep TenCate Protective Fabrics was sprake van een tijdelijk lagere omzet in de Verenigde Staten als gevolg van hoge voorraden in de keten met betrekking tot een aantal producten voor het Amerikaanse leger. In de marktgroepen TenCate Space & Aerospace Composites en TenCate Advanced Armour bleven de traditionele jaareindeorders uit, maar een deel van deze omzet zal naar de toekomst verschuiven. Binnen de TenCate Grass-groep werd minder nadruk gelegd op off season verkopen tegen kortingen. Het productievolume van TenCate Grass is hierop aangepast. Dit resulteerde in lagere debiteuren- en voorraadposities. Een substantieel aandeel van de kunstgrasomzet en het resultaat zal van het vierde kwartaal verschuiven naar het boekjaar 2010. De ontwikkeling in het vierde kwartaal van 2009 is daardoor niet maatgevend voor de marktontwikkelingen in 2010. Gedurende het vierde kwartaal werden maatregelen genomen in de Nederlandse productie bij de kunstgras- en de composietengroep, die het break-even niveau hebben verlaagd. Daarbij zijn tevens werkzaamheden uitbesteed. Hiermee waren in het vierde kwartaal eenmalige kosten gemoeid ten bedrage van circa € 5 miljoen. Het bedrijfsresultaat voor amortisatie van immateriële vaste activa (EBITA) daalde in het vierde kwartaal met € 21,9 miljoen tot € 2,4 miljoen (autonoom -85%, valuta-effect -5%). Deze daling is voor ongeveer de helft het gevolg van bijzondere posten.

Over geheel 2009 realiseerde Ten Cate een omzet van € 842 miljoen, een daling van 18% ten opzichte van de omzet van 2008 (€ 1.033 miljoen). De EBITA daalde van € 95,4 miljoen naar € 41,5 miljoen (-57%), waarbij in het resultaat over 2009 bijzondere lasten ten bedrage van € 11 miljoen waren begrepen tegen een bate van € 0,5 miljoen in het 2008 resultaat. De winst per aandeel bedroeg € 0,97 tegen € 2,18 in 2008 (-56%). Het vertrouwen van het management blijkt uit het dividendvoorstel. Er wordt een keuzedividend van € 0,60 per aandeel voorgesteld, waardoor de pay out op een historisch hoge 62% uitkomt. Over 2008 werd een keuzedividend van € 0,85 per aandeel uitgekeerd – pay out: 39%. De consensustaxatie voor 2010 gaat uit van een winst per aandeel van € 1,60. Tegen de huidige beurskoers van € 19,60 wordt daarmee 12,2 maal de verwachte winst voor de aandelen Ten Cate betaald. Dit achten wij een conservatieve waardering in het licht van het sterke winstpotentieel van deze laatcyclische onderneming. Wij hanteren een koersdoel van € 30,-, welke koers overigens voor het laatst in oktober 2007 werd genoteerd. Het stijgingspotentieel van de aandelen Ten Cate bedraagt daarmee ruim 53%. Ten Cate bekleedt momenteel de zevende positie in de portefeuille.

Op de jaarvergadering van **Neways Electronics International** bleek dat het omzet- en resultatenherstel dat zich in de tweede helft van 2009 voorzichtig manifesteerde, versterkt te zijn doorgezet in de eerste maanden van 2010. De orderportefeuille bedraagt inmiddels circa € 67 miljoen, hetgeen een stijging van bijna 20% ten opzichte van de stand van ultimo 2009 betekent. Met name de sterke rebound in de toelevering aan de halfgeleiderindustrie en het geleidelijk aantrekken van de orderingang in automotive zijn hiervoor verantwoordelijk. Dit waren overigens ook de sectoren die in 2008 als eerste de recessie ingingen. Nu Neways de kostenbasis aanzienlijk heeft verlaagd, ziet het er naar uit dat 2010 weer met een redelijke winst zal worden afgesloten. Wij taxeren vooralsnog € 0,75 per aandeel (2009: verlies € 0,59, 2008: verlies € 0,05, 2007: winst € 1,56) en voorzien voor 2011 in beginsel een terugkeer naar de recordwinst van 2007. Tegen deze achtergrond is de huidige beurskoers van € 6,50 bescheiden te noemen. Indien de economie in West-Europa zich in de loop van dit jaar verder herstelt lijkt ook een koersherstel van Neways een kwestie van tijd. Wij hanteren daarbij een koersdoel van € 10,-. Het opwaarts koerspotentieel bedraagt daarmee 54%.

Op- en overslagbedrijf **HES Beheer** heeft de in 2001 ingezette opgaande lijn van het genormaliseerde netto resultaat (= exclusief bijzondere resultaten) ononderbroken kunnen doortrekken in het recessiejaar 2009. Er werd een genormaliseerd netto resultaat van € 16,7 miljoen gerealiseerd, een stijging van 23,7% ten opzichte van het resultaat in 2008 van € 13,5 miljoen. In 2009 werden geen bijzondere resultaten geboekt (2008: + € 0,9 miljoen). De winst per aandeel bedroeg € 1,91 (2008: € 1,65). De geconsolideerde omzet daalde van € 78,3 miljoen naar € 66,5 miljoen, een daling van 17,8%. Door de economische crisis heeft de overslag van droge bulkproducten in 2009 een gevoelige tik gekregen. De havens waarin de HES-bedrijven zijn gevestigd, zijn belangrijke draaipunten van de wereldhandel. Neemt die handel af, dan heeft dit vanzelfsprekend effect op de overslag. De proportionele aanvoer (naar evenredigheid van HES Beheer's participatie in de verschillende deelnemingen) daalde met 33% tot 23,8 miljoen ton. Vooral de aanvoer van ijzererts voor de Europese staalindustrie liep fors terug. Ook de aanvoer van metallurgische kolen en andere industriële minerale bulkproducten bleef aanzienlijk achter bij 2008 door de sterk verminderde vraag vanuit verschillende basisindustrieën in Nederland en Duitsland, het belangrijkste achterland. De aanvoer van energiekolen vertoonde eveneens een krimp door het lagere elektriciteitsverbruik in beide landen. De aanvoer van agribulk liep sterk terug, vooral vanwege goede oogsten binnen Europa, waardoor er minder overzeese importen nodig waren. De overslag van natte bulk in de Rotterdamse haven vertoonde in 2009 een geringe stijging. Bij alle deelnemingen in de droge bulk was de bezetting van de opslagterreinen en gesloten opslagfaciliteiten zeer goed, terwijl de gemiddelde opslagduur langer was dan in voorgaande jaren. De huuropbrengsten hebben de omzetsdaling als gevolg van de krimp in de aanvoer dan ook gemitigeerd. Daarnaast zijn de kosten waar nodig fors gereduceerd, zonder dat er vaste banen hoefden te worden geschrapd. In 2009 werd gefocust op kostenbeheersing, beperking van de omzetsdaling, verbetering van de operationele prestaties, vergroting van de efficiency en projecten, vooral op het gebied van natte bulk. Door de deelnemingen werd voor een bedrag van € 30,7 miljoen geïnvesteerd. Het ging vooral om uitbreidingsinvesteringen ter vergroting van de overslag-, opslag- en doorvoercapaciteit en om investeringen die de operationele en commerciële slagkracht verbeteren. Daarnaast werd geïnvesteerd in de ontwikkeling van de natte bulk sector. In dit kader werd op 18 maart jl. het contract voor de uitbreiding van de tankopslag van de Botlek Tank Terminal (BTT) van 11.000 m3 naar 200.000 m3 getekend. Het gaat om 130.000 m3 opslagtanks voor minerale oliën en 70.000 m3 opslagtanks voor plantaardige oliën of biodiesel. Voor ruim 50% van de nieuwe opslagtanks zijn al meerjarige contracten met klanten gesloten. Het gaat om de eerste fase van een ambitieus uitbreidingsplan. Met deze fase is een investeringsbedrag van circa € 70 miljoen gemoeid. HES Beheer voert het project in joint venture uit met Noble Netherlands B.V., dochter van de in Singapore beursgenoteerde Noble Group die in 2009 een omzet van \$ 31,1 miljard realiseerde met een netto resultaat van \$ 556 miljoen. Rabobank Rotterdam treedt op als externe financier van het project. Volgens de huidige planning zal in het tweede kwartaal van 2010 met de bouwactiviteiten worden gestart. De bouw zal in het vierde kwartaal van 2011 zijn afgerond. Na voltooiing van de tweede fase zal BTT over enkele jaren over ruim 500.000 m3 opslagcapaciteit beschikken, met tankgroottes variërend van 2.000 tot 17.000 m3, geschikt voor een gevarieerd pakket natte bulkproducten, zoals minerale oliën, ethanol, plantaardige oliën en (bio)diesel. Voor 2010 verwacht de directie dat de aanvoer van bulkgoederen zich enigszins zal herstellen, maar nog ver zal achterblijven bij de aanvoer van 2008. De vraag naar opslag zal weliswaar sterk blijven, maar zal zich wat meer op het niveau van 2008 bewegen. Wij taxeren per saldo een lichte (5 – 10%) stijging van de winst per aandeel tot € 2,05. Tegen de huidige beurskoers van € 25,- wordt aldus ruim 12 maal de getaxeerde winst 2010 voor de aandelen HES Beheer betaald en bedraagt het dividendrendement bij een pay out van 50% ruim 4%. Zodra het investeringsprogramma van BTT is afgerond beschikt HES Beheer over twee sterke pijlers die een voortgang van de succesvolle opgaande winstreeks moeten veiligstellen. Wij zijn van mening dat een belegging in aandelen HES Beheer ook de komende 12 -18 maanden tot bovengemiddelde resultaten zal leiden en handhaven het fonds dan ook in de middenmoot van onze portefeuille.

TKH Group (technische oplossingen) kende een duaal 2009. In het eerste halfjaar lag de focus op kostenreductie en schuldenafbouw. Vanaf augustus kon weer volop ingezet worden op de strategische ontwikkeling. Doordat er niet in de innovatiekosten werd gesneden gedurende 2009 konden technologieën verder worden ontwikkeld. Met het verder uitbouwen van het onderscheidend vermogen konden nieuwe marktposities worden ingenomen. Door de lagere bezettingsgraad in de productie-eenheden zijn acties voor vergroting van efficiency in de overheadkosten naar voren

gehaald. Hiermee zijn belangrijke stappen gezet om de in maart 2009 aangekondigde verhoging van de marge- (ROS) doelstelling van 9 à 10% te gaan realiseren. Een belangrijke indicator van het verbeterde margepotentieel is de gestegen toegevoegde waarde als percentage van de omzet. Met een gerealiseerde ROS van 5,6% in 2009 zijn er nog stappen te zetten in de realisatie van de doelstelling. Ditzelfde geldt voor de ROCE-doelstelling. De ROCE (Return on Capital Employed) kwam uit op 9,8%. Door een sterk gedaalde schuldenlast is hier, naast het potentieel voor margeverbetering, ook een belangrijke stap gezet voor de toekomst om het gestelde doel van 18 – 20% te realiseren. Het hoge innovatiedeel in de omzet over 2009 van 20,1% (2008: 21,0%) bewees eens te meer het succes van de TKH Group. Innovaties blijven een belangrijke motor voor autonome groei van de groep. Wij taxeren voor 2011 een winst per aandeel van € 1,40 (2009: € 0,49, 2008: € 1,34), waarmee de aandelen TKH Group tegen de huidige beurskoers van € 15,90 naar onze mening aantrekkelijk zijn gewaardeerd.

De in februari aangekondigde fusie tussen financieel detacheerder **DPA Groep** en WR Leading in Finance werd afgeblazen. Beide organisaties zullen op bepaalde onderdelen wel blijven samenwerken. DPA voert momenteel besprekingen die verband houden met de voorziene versterking van haar vermogenspositie. Wij verwachten hierover op korte termijn uitsluitsel te verkrijgen. Wij houden een kleine positie (< 1% van de portefeuille) in aandelen DPA Groep.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 april 2010 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	11,7%
Crucell	10,3%
Hunter Douglas	9,6%
UNIT4	9,4%
Brunel International	8,0%
BinckBank	7,2%
Koninklijke Ten Cate	7,1%
Acomo	5,0%
LBI International	4,9%
Neways Electronics International	4,8%
Overige 7 ondernemingen	21,7%
Liquiditeiten en overige	0,3%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De eerste week van april werd gekenmerkt door aantrekkende aandelenmarkten. Toch blijft de ondertoon in financiële markten onzeker en zijn de omzetten ter beurze onveranderd als bescheiden te omschrijven. Wij verwachten de komende twee maanden een geleidelijke verbetering van het marktsentiment. Enerzijds komen er steeds meer signalen dat de economie eindelijk begint aan te trekken. Het strenge winterweer heeft plaatsgemaakt voor het lentezonnetje en daarmee lijkt het ondernemingsvertrouwen een impuls te hebben gekregen. Belangrijk is dat de komende dividenduitkeringen de liquiditeit in de aandelenmarkt zal vergroten. Als gevolg van onze officiële beursnotering per 8 april jl. ziet het er naar uit dat wij op korte termijn een redelijk bedrag aan nieuwe liquiditeiten tegemoet kunnen zien. Met het oog op de aantrekkelijke prijs/kwaliteit verhouding van onze portefeuille zullen wij in eerste instantie de bestaande posities stapsgewijs uitbreiden. Wij streven derhalve naar een nagenoeg volbelegde portefeuille.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Wij vertrouwen erop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd en zijn desgewenst gaarne bereid tot het geven van een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Karel Vogel
Willem Burgers
Willem Meurer

Amsterdam, 13 april 2010