

## MAANDBERICHT OVER APRIL 2011

### Inleiding

De maand april toonde een gemengd beeld. Wanneer de ex-dividenduitkeringen in de beschouwing worden betrokken, werden per saldo lichte koerswinsten gerealiseerd.

De AEX-Index verloor 1,6% op 359,94, terwijl de Amsterdam Midkap Index 0,6% klom naar 652,47. Mede als gevolg van de bieding op vastgoedfonds Prologis steeg de Amsterdam Smallcap Index 5,0% naar 541,00.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 0,7% van € 32,79 naar € 33,02. Daarnaast werd op 27 april € 0,80 dividend per aandeel uitgekeerd. Gecorrigeerd voor deze uitkering bedroeg de koersstijging van het aandeel in april 3,1%.

Over de eerste vier maanden van 2011 bedraagt de totale waardestijging van Add Value Fund 4,4%.

Per 2 mei 2011 is voor een bedrag van € 54,3 miljoen belegd in 18 ondernemingen. Op die dag bedroeg het fondsvermogen € 54,0 miljoen, zodat er een debetpositie was van 0,6% van het fondsvermogen.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 mei 2011 zijn als volgt:

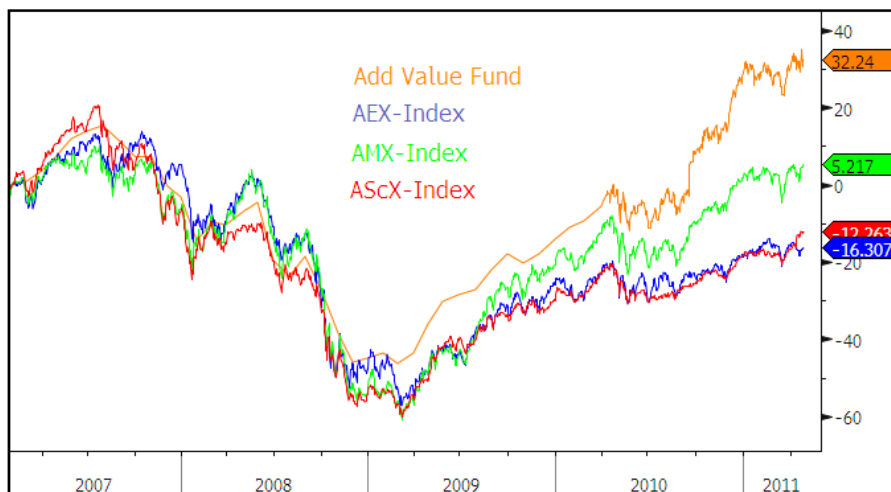
|                                |              |
|--------------------------------|--------------|
| Beurskoers                     | € 32,86      |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 33,02      |
| Fondsvermogen                  | € 53.981.624 |
| Aantal uitstaande aandelen     | 1.634.816    |

De rendementsvergelijking (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van dividenden (vanaf 1 februari 2007):

|                       | 2007         | 2008          | 2009          | 2010          | 2011*        | Cumulatief    |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>Add Value Fund</b> | <b>-3,20</b> | <b>-43,10</b> | <b>+55,56</b> | <b>+51,20</b> | <b>+4,41</b> | <b>+35,28</b> |
| AEX-Index             | +5,33        | -50,26        | +41,90        | +9,23         | +3,06        | -16,31        |
| AMX-Index             | -5,07        | -50,45        | +68,35        | +28,71        | +3,24        | +5,22         |
| AScX-Index            | -6,12        | -50,78        | +51,95        | +16,42        | +7,33        | -12,26        |

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

\*Peildatum: 29/04/2011



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen

Performance deelnemingen

| (in %) |                        | -12M   | -6M    | -3M    | -1M    |
|--------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 1.     | Amsterdam Commodities  | + 86,6 | + 15,4 | + 5,9  | + 0,1  |
| 2.     | TMC Group              | + 70,4 | + 59,2 | + 15,0 | - 1,9  |
| 3.     | Koninklijke TenCate    | + 51,5 | + 31,7 | + 20,2 | + 8,0  |
| 4.     | ASM International      | + 48,7 | + 59,9 | + 10,8 | + 5,9  |
| 5.     | HES Beheer             | + 39,7 | + 27,1 | + 10,3 | + 1,4  |
| 6.     | Aalberts Industries    | + 38,3 | + 30,1 | + 18,2 | + 2,0  |
| 7.     | TKH Group              | + 33,6 | + 17,8 | + 18,2 | + 3,8  |
| 8.     | UNIT4                  | + 28,2 | + 17,6 | + 5,5  | + 5,5  |
| 9.     | Brunel International   | + 23,9 | + 55,4 | + 15,7 | + 3,1  |
| 10.    | Nedap                  | + 23,4 | + 23,0 | + 2,6  | + 3,8  |
| 11.    | LBI International      | + 18,3 | + 24,8 | + 2,8  | + 1,7  |
| 12.    | Macintosh Retail Group | + 12,1 | + 14,5 | - 1,7  | - 4,7  |
| 13.    | Neways Electronics     | + 8,0  | + 12,7 | + 3,6  | + 1,3  |
| 14.    | Imtech                 | + 7,6  | + 6,2  | - 4,4  | - 2,1  |
| 15.    | Sligro Food Group      | - 0,8  | + 6,7  | + 3,1  | + 5,4  |
| 16.    | Hunter Douglas         | - 4,2  | + 0,4  | - 7,0  | + 0,5  |
| 17.    | Telegraaf Media Groep  | - 6,4  | + 4,5  | - 3,3  | - 0,5  |
| 18.    | DPA Group              | - 31,0 | - 27,7 | - 26,8 | - 17,2 |

- Op 12-maandsbasis wordt de outperformance van het Add Value Fund breed gedragen door de core holdings in de portefeuille. Daarbij werd een extra bijdrage verkregen uit de prestaties van met name Acomo, TMC Group, Koninklijke TenCate en ASM International;
- In de verslagmaand noteerden 13 van de 18 deelnemingen uit de portefeuille (= 72%) per saldo hoger. Met name Koninklijke TenCate, ASM International en UNIT4 onderscheidden zich in positieve zin. Er was sprake van enige underperformance bij Imtech, Macintosh Retail Group en DPA Group;
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een ruime voorsprong ten opzichte van de Nederlandse marktindices.

Mutaties in de portefeuille

De belangen in **Imtech**, **Macintosh Retail Group**, **Neways Electronics International** en **TMC Group** werden enigszins uitgebreid. Er werd enigermate winstgenomen op de posities in **ASM International** en **Koninklijke TenCate**.

Bedrijfsnieuws

**UNIT4** (bedrijfssoftware) rapporteerde sterke eerste kwartaalcijfers. De omzet steeg met bijna 16% tot € 112,1 miljoen. Voor het eerst in de UNIT4-historie overschreed de EBITDA-marge de 20% aan het einde van het eerste kwartaal. Met een EBITDA van € 22,8 miljoen kwam de marge op 20,3%. Voor de verdere uitbouw van FinancialForce.com, de SaaS-applicatie die samen met Salesforce.com wordt aangeboden, alsmede voor aanvullende reorganisatievoorzieningen in de R&D-afdeling werd € 3,9 miljoen gereserveerd. Naar verwachting zal FinancialForce.com vanaf 2013 de jaarwinst van UNIT4 aanzienlijk gaan opstuwen. Het management handhaafde de eerdere uitspraak ten aanzien van het resultaat in het lopende boekjaar: exclusief de resultaten van FinancialForce.com en buitengewone resultaten zal de EBITDA naar verwachting tussen € 100 en 105 miljoen uitkomen (2010: € 96,3 miljoen). De consensustaxatie van de winst per aandeel 2011 bedraagt € 1,80 (2010: € 1,52). De aandelen noteren thans € 25,-, waarmee de multiple op 13,9 uitkomt. Naar onze indruk is de consustaxatie te laag en wordt het 'verborgen' winstpotentieel van FinancialForce.com nauwelijks verdisconteerd in de huidige beurswaardering. Mede hierom is UNIT4 de grootste holding in de portefeuille.

**Imtech** (technische dienstverlening in Europa) rapporteerde een verdere toename van de orderportefeuille in het eerste kwartaal van 2011. Per saldo was sprake van “een gezonde groei”. In Duitsland en Oost-Europa ontwikkelt Imtech zich uitstekend, terwijl dit predikaat ook van toepassing is op de Europese markten van ICT en Traffic. In het UK is sprake van een eerste herstel in de regio Londen. In de Benelux en Spanje blijft de markt uitdagend. Hoewel het aantal maritieme prospects uitzonderlijk groot is, staat de maritieme nieuwbouwpositie door het uitblijven van grote(re) orders wat onder druk. De financiële positie blijft gezond. Imtech handhaafde de eerder uitgesproken prognose van een verdere EBITA-groei in 2011 alsmede de lange termijn doelstelling voor 2015: opbrengsten € 8 miljard (2010: € 4,5 miljard) bij een operationele EBITA-marge tussen 6 en 7% (2010: 6,2%). De groei van de EBITA zal mede gestalte krijgen via aanvullende acquisities. In dit kader meldde Imtech de overname van de Britse Smith Group UK Limited, een gespecialiseerde multidisciplinaire technische dienstverlener. Op jaarbasis realiseert Smith Group met ruim 270 vaste medewerkers opbrengsten van ruim € 70 miljoen. De overnameprijs bedraagt vijf keer EBITA (inclusief earn out) en wordt in contanten betaald. De overname draagt direct bij aan de winst per aandeel en maakt het mogelijk dat Imtech haar positie in het UK aanzienlijk versterkt. Na de overname van Smith Group realiseert Imtech opbrengsten van € 510 miljoen op jaarbasis in het UK en zijn er ruim 2.500 technische specialisten werkzaam in de organisatie. Imtech heeft de ambitie om voor 2015 de opbrengsten in de UK te verdubbelen richting de € 1 miljard. De beurskoers van het aandeel Imtech ontwikkelt zich tot nu toe teleurstellend in 2011 met een year-to-date performance van -10%. Wij menen echter dat de perspectieven voor een positieve bijdrage aan de performance van het Add Value Fund in het verdere verloop van 2011 uitstekend zijn. Tegen de huidige beurskoers van € 25,20 wordt slechts 10,5 maal de getaxeerde winst 2011 voor de aandelen Imtech betaald.

De N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** liet de eerste maanden van dit jaar duidelijk hogere opbrengsten en winst zien in vergelijking met de overeenkomstige periode van 2010. De opbrengstengroei komt van vrijwel alle marktgroepen, te weten Agri, Automatic Vehicle Identification (AVI), Healthcare, Power Supplies, Retail en Security Management. Zoals verwacht bleven alleen de opbrengsten van de groepen Library Solutions en Specials achter. Op basis van de huidige, sterke marktpositie in diverse sectoren verwacht de directie – onvoorziene omstandigheden voorbehouden – voor de komende maanden een duidelijke tot belangrijke groei (7 – 20%) van opbrengsten en winst. Hierbij dient te worden bedacht dat de autonome opbrengstengroei wordt gematigd door het geleidelijk, en in goed overleg met de afnemers, beëindigen van de toeleveringsactiviteiten, die zijn ondergebracht bij de marktgroep Specials. Enkele jaren terug bedroegen de opbrengsten van deze benedengemiddeld renderende activiteiten nog meer dan 20% van het totaal. Over het eerste halfjaar van 2010 was dit al teruggebracht naar ongeveer 15% en over het eerste halfjaar van 2011 zal dit minder dan 10% zijn. Hieruit volgt dat de margemix van de opbrengsten van Nedap momenteel een aansprekende verbetering doormaakt. Wij handhaven onze taxatie van een winst per aandeel van € 1,85 voor het lopende jaar, hetgeen overeenkomt met een stijging van 35% ten opzichte van het resultaat van 2010 van € 1,30. Bij een onveranderde pay out van 75% zou het contante dividend alsdan uitkomen op € 1,39 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 24,80 resulteert dit in een dividendrendement van 5,6%. Wanneer de belangrijke marktgroepen van Nedap (Security Management, Retail en Agri) in het verdere verloop van het jaar hun commerciële successen weten uit te breiden, dan is een benadering van de recordresultaten van 2007/2008 van ruim € 2,00 per aandeel niet uit te sluiten. Vandaar dat Nedap, als echte waardebelegging, momenteel de vijfde positie in de portefeuille inneemt.

**LBi International** (digitale agency) publiceerde een tevredenstellend eerste kwartaalbericht. De netto omzet steeg met 10% van € 41,4 miljoen naar € 45,4 miljoen, terwijl het voor eenmalige invloeden geschoonde bedrijfsresultaat EBITDA met 19% verbeterde van € 6,3 miljoen tot € 7,5 miljoen. De marge verbeterde hierdoor van 15,2% naar 16,5%. Met name de markten in het Verenigd Koninkrijk, Scandinavië en Duitsland ontwikkelden zich positief. De Verenigde Staten bleven (nog) achter, maar de orderingang in de maand maart was dusdanig positief dat het resultaat in het tweede kwartaal door het management met vertrouwen tegemoet wordt gezien. Er werden belangrijke nieuwe *global contracts* afgesloten met Sony Ericsson, Barclays en J&J Pharma. Volgens het management zal het marktsentiment in het vervolg van dit jaar verder verbeteren. Er is een duidelijke voorkeur voor de signatuur van LBi: een bureau dat de

verschillende kwaliteiten op het gebied van *search, social media, direct response, data* en *digital skill sets* op een efficiënte wijze weet te combineren.

De beurskoers van het aandeel LBI is dit jaar met circa 10% gestegen. Wij menen dat de onderneming goed op weg is zijn belofte in te lossen. Voor 2011 taxeren wij een groepsomzet van circa € 195 miljoen (+ 11%) en een EBITDA van € 34 miljoen (+ 21%). De winst per aandeel zal naar verwachting kunnen stijgen tot € 0,14 (2010: € 0,11). De huidige beurskoers van € 1,74 waardeert LBI International daarmee op 13 maal de getaxeerde winst van het lopende jaar. Gezien de excellente mogelijkheden voor een voortzetting van de sterke groei in de komende jaren is deze waardering als bescheiden aan te merken. Indien LBI in het vervolg van 2011 bewijst het groeitempo te kunnen vasthouden, dan is onzes inziens een geleidelijke herwaardering een kwestie van tijd. LBI International is, gezien het grote opwaartse koerspotentieel, de nummer zes in de portefeuille.

**ASM International** (ontwerp en productie van productiemiddelen voor de halfgeleiderindustrie) rapporteerde uitstekende cijfers over het eerste kwartaal van 2011. De netto omzet bedroeg € 432 miljoen, een stijging van 23% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2010 en een toename van 97% in vergelijking met het eerste kwartaal van 2010. De Front-end divisie zette het structurele herstel voort met een 17% hogere kwartaalomzet. De Back-end divisie rapporteerde een daling van 15% van de vergelijkbare kwartaalomzet, welke overigens volledig was toe te schrijven aan het seizoenseffect (Chinese nieuwjaar). De bijdrage van de vorig jaar overgenomen SEAS activiteiten van Siemens bedroeg € 11,5 miljoen op een totaal bedrijfsresultaat van € 75 miljoen voor Back-end (2010Q4: € 90 miljoen, 2010Q1: € 49,7 miljoen). Voor zowel Front-end als Back-end was de Book-to-bill ratio 1,0. Inclusief de bijdrage van de SEAS activiteiten kwam het orderboek aan het einde van het eerste kwartaal van 2011 op € 579 miljoen, een stijging van 15,8% ten opzichte van ultimo 2010.

Met name de bijdrage van SEAS was aanzienlijk hoger dan de consensusverwachting van analisten. Voor het lopende boekjaar lijkt een winst per aandeel van € 3,50 een alleszins realistische aanname (2010: € 2,20). Gegeven de sterke conjunctuurgevoeligheid van de halfgeleidersector, is een nauwkeurige prognose van de omzet- en winstontwikkeling na 2011 met grote onzekerheid omgeven. Wij menen evenwel dat de huidige beurswaardering van ASMI, ook na de krachtige rebound van de beurskoers na publicatie van het kwartaalbericht, nog altijd ruimte laat voor een beduidende verdere stijging. De koersdoelen van analisten variëren van € 33 tot € 40,- bij een huidige beurskoers van € 29,20. ASM International bekleedt thans de achtste positie in de portefeuille.

**Neways Electronics International** (toeleveringen aan de industrie) heeft in de eerste drie maanden van 2011 een omzet gerealiseerd van € 72,3 miljoen, een stijging van 29% ten opzichte van dezelfde periode van 2010 (€ 56,1 miljoen). De nettowinst steeg ten opzichte van het vierde kwartaal van 2010. De positieve ontwikkelingen in 2010 hebben zich daarmee in het eerste kwartaal van 2011 voortgezet. De orderportefeuille nam verder toe tot € 75,3 miljoen, een stijging van 4% ten opzichte van ultimo 2010.

Om meer toegevoegde waarde te bieden en beter aan te sluiten bij de markttrends en behoeften van klanten, zoals de Original Equipment Manufacturers, is begin april de voorgenomen acquisitie aangekondigd van de elektronische ontwikkelactiviteiten van advies- en ingenieursbureau DHV. Hiermee gaan 54 engineers van DHV over naar Neways. De transactie past uitstekend in de strategie van Neways, die er onder meer op gericht is de activiteiten op het gebied van ontwikkeling en engineering verder uit te bouwen. De overname wordt met eigen middelen gefinancierd en zal naar verwachting direct bijdragen aan de resultaten. De jaarlijkse omzet van de overgenomen activiteiten bedraagt circa € 4 miljoen. Daarnaast heeft Neways haar 90%-belang in dochteronderneming Neways Micro Electronics in China uitgebreid naar 100%. De overgenomen aandelen waren in handen van een Chinese overheidsinstantie.

De resultaten van het eerste kwartaal hebben meer draagvlak gegeven aan de eerder uitgesproken verwachtingen voor 2011. Mede op basis hiervan, de toename van de orderportefeuille en het krachtige vraagherstel dat is opgetreden, zullen naar verwachting de omzet en winst over heel 2011 die van 2010 ruimschoots overtreffen.

Wij taxeren een winst per aandeel voor 2011 van € 0,90 (2010: € 0,53), waarmee de aandelen Neways tegen de huidige beurskoers van € 8,95 een bescheiden multiple van nog geen 10 maal doen.

**Telegraaf Media Groep (TMG)** wordt niet de nieuwe eigenaar van SBS 6 en aanverwante activiteiten. Gezien de exit-prijs van circa € 1,2 miljard die een consortium van Sanoma en John de Mol bereid was te betalen, lijkt dit een verstandige beslissing te zijn. TMG houdt een economisch belang van 6% in ProSiebenSat1, de verkopende partij van SBS, en profiteert derhalve indirect van de hoge verkoopopbrengst. Wij handhaven onze winsttaxatie 2011 voor TMG op € 1,50 (2010: € 1,21). Met name de volledige jaarbijdrage van de vorig jaar november overgenomen website Hyves en een verondersteld licht herstel van de advertentieomzet later dit jaar zijn de ingrediënten van deze prognose. Een verkoop van het 6%-belang in ProSiebenSat1 binnen één à anderhalf jaar is onzes inziens een realistisch scenario. Alsdan zal een substantieel deel (taxatie: circa 34%) van de marktkapitalisatie van TMG in liquiditeit beschikbaar komen. Een herwaardering van het aandeel is in een dergelijk scenario welhaast een vanzelfsprekendheid. Wij beschouwen TMG onder de vigerende omstandigheden als een eerste klas defensieve belegging.

Op- en overslagbedrijf **HES Beheer** heeft in het eerste kwartaal van 2011 een netto resultaat behaald van € 4,7 miljoen ten opzichte van € 4,4 miljoen in het eerste kwartaal van 2010. Deze stijging van 7,4% is te danken aan een hogere winst bij European Bulk Services (100%-belang) en Rotterdam Bulk Terminal (50%-belang) en aanhoudend goede tot redelijke bijdragen van de andere deelnemingen. Door ijsgang strandden kolenschepen in de laadhavens van de Baltische staten, waardoor vooral OBA (Overslag Bedrijf Amsterdam) in het eerste kwartaal minder kolen te verwerken kreeg en het resultaat van deze 67%-deelneming sterk achterbleef bij het eerste kwartaal 2010. Desondanks kwalificeerde de HES-directie de bijdrage van OBA als goed. De proportionele aanvoer van bulkgoederen bleef nagenoeg gelijk aan het eerste kwartaal 2010, terwijl de opbrengsten uit opslag licht daalden. Tegenover een daling in de aanvoer van kolen stond een stijging in de aanvoer van industriële mineralen, agribulk, biomassa en olie. Wij handhaven onze winsttaxatie voor 2011 op € 2,59 per aandeel (2010: € 2,50). Tegen de huidige beurskoers van € 37,- wordt daarmee 14,3 maal de verwachte winst voor de aandelen HES Beheer betaald.

De omzet van de aan te houden activiteiten van **Macintosh Retail Group** is in de periode 1 januari tot en met 24 april 2011 met 3,2% gedaald van € 275,6 miljoen naar € 266,9 miljoen. De omzet van de sector Fashion, hoofdzakelijk schoenen, kwam per saldo € 2,4 miljoen hoger uit op € 168,1 miljoen. In januari 2011 verkochten de schoenenformules behoorlijk minder dan in de uitstekende maand januari 2010. Dit kwam mede omdat de consument zijn schoeninkopen reeds deed in november en december 2010, vanwege de winterse weersomstandigheden toentertijd. In februari, maart en april werd in Fashion telkens een omzetplus gerealiseerd ten opzichte van 2010. De omzet van de per begin april 2011 overgenomen schoenenretailer Jones Bootmaker in het UK steeg ten opzichte van 2010. De cijfers van Jones Bootmaker worden met ingang van 17 april jl. geconsolideerd in die van Macintosh Retail Group. De woningdecoratiemarkt had het opnieuw moeilijk vanwege een daling van het aantal verhuisbewegingen. Hierdoor en door minder winkels bij de formule GP Décors daalde de omzet van de sector Living (Kwantum, GP Décors) met € 5,9 miljoen naar € 74,5 miljoen. De omzet van de sector Automotive (Halfords) kwam € 5,2 miljoen lager uit op € 24,3 miljoen. De voorgenomen verkoop van BelCompany aan Vodafone is niet in deze cijfers begrepen. Het indicatieve bedrijfsresultaat tot en met 24 april 2011 daalde door de lagere omzet enigszins ten opzichte van vorig jaar, bij een licht hogere procentuele bruto marge. De eerste maanden van het jaar zijn traditioneel de minst belangrijke voor Macintosh Retail Group en dit geldt vooral voor de sector Fashion. De Raad van Bestuur geeft traditioneel geen prognose van het resultaat 2011. Wij taxeren vooralsnog een licht lagere winst per aandeel van € 1,55 (2010: € 1,62) vanwege het wegvallen van de winstbijdrage van BelCompany en enige margedruk bij consumentenbestedingen die onder druk blijven. Anderzijds is het aannemelijk dat Macintosh later dit jaar, of uiterlijk in de loop van 2012, weer een of meer aansprekende acquisities zal doen nu de overnamekas goed is gevuld. Mocht dit niet lukken, dan is een extra dividend voor de ondernemingsleiding bespreekbaar. Op basis van de huidige beurskoers van € 18,75 wordt 12 maal de getaxeerde winst voor de aandelen betaald. Er is een getaxeed dividendrendement van 4%, hetgeen Macintosh Retail Group als een aantrekkelijke defensieve belegging kwalificeert.

Net als Macintosh kende ook **Sligro Food Group** een rustige start van 2011. De omzet over het eerste kwartaal (13 weken) beliep € 560 miljoen, een toename van € 25 miljoen of 4,6% ten opzichte van de omzet van € 535 miljoen in dezelfde periode van 2010. Autonoom nam de omzet in het eerste kwartaal met 1,5% toe. De Foodretail omzet steeg

met 13,1% van € 177 miljoen tot € 200 miljoen, welke toename in belangrijke mate voortkwam uit de overname van Sanders Supermarkten in het vierde kwartaal 2010. De toename van de identieke consumentenomzet in de EMTÉ-supermarkten in het eerste kwartaal beliep 4,5%. Daarmee continueerde EMTÉ haar sterke omzetontwikkeling van de laatste jaren. In het eerste kwartaal was sprake van veel prijsdruk, onder andere door sterk stijgende inkooprijzen, die slechts beperkt en vertraagd worden doorberekend. De autonome omzetgroei bij de Foodservice-activiteiten beliep 0,4%. De marktomstandigheden in de foodservicemarkt blijven uitdagend, hetgeen gepaard gaat met sterke prijsconcurrentie. In het eerste kwartaal is forse vooruitgang geboekt bij de realisatie van de plannen voor het project 'Groot Amsterdam'. De uitlevering van een nieuw groot project voor het Ministerie van Defensie verloopt vanaf begin januari naar volle tevredenheid van de klant en de overige plannen voor 2011 verlopen eveneens conform verwachting. Ook Sligro onthoudt zich traditioneel van het geven van een concrete prognose van het te verwachten resultaat in het lopende boekjaar. Wij kunnen ons vinden in de consensus-winstverwachting van circa € 1,90 per aandeel (2010: € 1,59), waarmee de aandelen Sligro Food Group tegen de huidige beurskoers van € 25,- een multiple van ruim 13 maal doen.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 mei 2011 betreffen:

| Onderneming                      | Percentage <sup>1</sup> |
|----------------------------------|-------------------------|
| UNIT4                            | 11,4%                   |
| Brunel International             | 9,5%                    |
| Hunter Douglas                   | 8,7%                    |
| Imtech                           | 8,5%*                   |
| Nedap                            | 8,1%                    |
| LBi International                | 7,4%                    |
| Koninklijke TenCate              | 7,2%                    |
| ASM International                | 6,8%                    |
| Neways Electronics International | 5,9%                    |
| Amsterdam Commodities            | 4,7%                    |
| Overige 8 ondernemingen          | 22,4%                   |
| Liquiditeiten en overige         | -0,6%                   |
| <b>Totaal</b>                    | <b>100,0%</b>           |

\*weging exclusief optiepositie

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

Vooruitzichten

Wij blijven onveranderd positief gestemd ten aanzien van de perspectieven van de ondernemingen in de portefeuille. Momenteel bevinden wij ons middenin het seizoen van de jaarvergaderingen en onze ervaringen die wij op de verschillende podia opdoen, bevestigen in de meeste gevallen ons optimisme.

Vooralsnog vertaalt deze gunstige gang van zaken zich (nog) niet in een evenredige stijging van de onderliggende beurskoersen. Hiervoor lijkt het huidige beursklimaat met stijgende rentetarieven even geen ruimte te bieden.

Wij voorzien echter, bij gelijk blijvende marktomstandigheden, een verdere verbetering van de performance in de tweede helft van het jaar. Een belangrijke ondersteunende factor vormt hierbij de aanhoudend hoge fusie en overname-activiteiten.

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

Amsterdam, 6 mei 2011