

## MAANDBERICHT OVER JANUARI 2011

### Inleiding

Na het zeer krachtige slotakkoord van december 2010, begon het nieuwe jaar per saldo zeer terughoudend. Niet alleen noopte de snelle koersappreciaties van de voorgaande maand de beleggers tot een adempauze, daarbij kwam in de loop van de verslagmaand de onzekerheid uit hoofde van de politieke ontwikkelingen in Egypte.

Per saldo sloten de belangrijkste Amsterdamse marktindices verdeeld. De AEX-Index steeg 1,7% van 354,57 naar 360,75. Daarentegen verloor de AMX-Index 0,8% op 633,95, maar kon de AScX-Index juist 0,5% bijschrijven op 510,62.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 1,4% van € 32,39 naar € 31,94.

Per 1 februari 2011 was voor een bedrag van € 50,6 miljoen belegd in 19 ondernemingen. Op die datum bedroeg het fondsvermogen eveneens € 50,6 miljoen, zodat sprake was van een volbelegde positie.

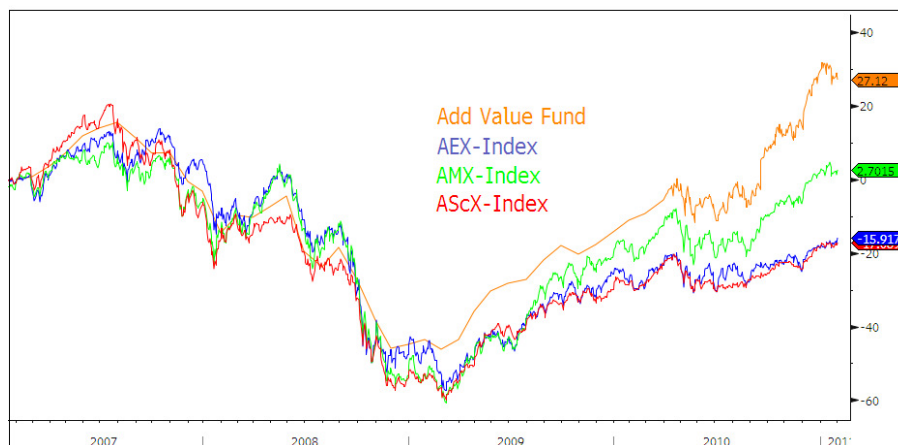
De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 februari 2011 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 31,78
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 31,94
Fondsvermogen	€ 50.577.509
Aantal uitstaande aandelen	1.583.746

De gerealiseerde rendementen (%) op basis van de intrinsieke waarde per aandeel en na kosten 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.
2011	-1,4												-1,39	+27,76
2010	+3,7	+2,2	+3,9	+4,3	-5,2	-2,8	+5,3	-2,1	+16,0	+2,8	+2,5	+13,4	+51,21	+29,56
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
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
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

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



Performance deelnemingen

(in %)	-12M	-6M	-3M	-1M
1. Acomo	+ 92,5	+ 29,4	+ 9,0	- 6,2
2. Crucell	+ 73,9	+ 66,4	+ 5,4	+ 3,8
3. ASM International	+ 58,6	+ 35,8	+ 44,4	- 0,1
4. HES Beheer	+ 54,5	+ 15,5	+ 15,2	+ 3,0
5. TMC Group	+ 44,5	+ 44,1	+ 38,4	+ 6,3
6. Macintosh Retail Group	+ 44,0	+ 27,3	+ 16,5	+ 4,7
7. UNIT4	+ 39,4	+ 42,5	+ 11,5	- 0,9
8. Imtech	+ 36,9	+ 25,5	+ 11,1	- 5,5
9. Aalberts Industries	+ 36,8	+ 26,4	+ 10,1	- 8,4
10. Koninklijke TenCate	+ 36,2	+ 26,9	+ 9,6	- 7,1
11. LBi	+ 32,3	+ 24,8	+ 21,4	+ 10,0
12. Nedap	+ 32,1	+ 40,3	+ 19,9	- 0,1
13. TKH Group	+ 28,3	+ 17,4	- 0,3	- 9,0
14. Neways Electronics	+ 21,9	+ 17,8	+ 8,7	- 2,9
15. Hunter Douglas	+ 19,1	+ 31,7	+ 7,9	- 1,8
16. Sligro Food Group	+ 11,4	+ 11,7	+ 3,5	+ 4,9
17. Brunel International	+ 10,6	+ 21,8	+ 34,3	+ 0,4
18. Telegraaf Media Groep	+ 8,6	+ 3,3	+ 8,0	+ 0,2
19. DPA Group	- 10,4	- 0,4	- 1,3	+ 0,9
<b>Add Value Fund</b>	<b>+ 43,9</b>	<b>+ 33,9</b>	<b>+ 14,7</b>	<b>- 1,4</b>
AEX-Index	+ 10,0	+ 9,1	+ 7,0	+ 1,7
AMX-Index	+ 21,7	+ 20,3	+ 8,0	- 0,8
AScX-Index	+ 10,0	+ 14,7	+ 5,8	+ 0,5

- 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, Crucell, ASM International en HES Beheer;
- In de verslagmaand noteerden 9 van de 19 deelnemingen uit de portefeuille (= 47%) per saldo hoger. Opvallend was de goede performance van LBi International (+ 10%), hetgeen deels is terug te voeren op de succesvolle herplaatsing van een 10%-pakket eind december. Tevens verdient de performance van ASM International speciale aandacht. Na de koerssprong in het derde kwartaal van 2010 (+44,4%) wist ASMI in januari het gewonnen terrein goed vast te houden;
- Na een voortreffelijk laatste kwartaal van 2010 werd in januari winstgenomen op met name de industrieel gerichte ondernemingen in de portefeuille – Imtech, Aalberts Industries en TKH Group;
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een ruime voorsprong ten opzichte van de Nederlandse marktindices, maar moest een klein deel hiervan prijsgeven in januari als gevolg van winstnemingen.

Mutaties in de portefeuille

De posities in **Brunel International**, **Sligro Food Group**, **Telegraaf Media Groep**, **TKH Group**, **TMC Group** en **UNIT4** werden in de verslagmaand uitgebreid. Het aandelenbelang in **ASM International** werd door middel van de aankoop van 12.500 synthetische aandelen (koop call, verkoop put) potentieel indirect verder vergroot. In **Imtech** werd een beperkt deel van het directe aandelenbelang geruild naar een indirecte synthetische aandelenpositie. Als nieuwe naam werd **Macintosh Retail Group** in de portefeuille opgenomen. De gerealiseerde cijfers over 2010 waren beter dan de

marktverwachting. Wij beoordelen de perspectieven voor Macintosh als positief, mede in het licht van de recent aangekondigde acquisitie van Jones Bootmaker Plc. (zie bedrijfsnieuws). Het belang in **DPA Group** werd in bescheiden mate gereduceerd.

#### Bedrijfsnieuws

Software-ontwikkelaar **UNIT4** gaat zijn oplossing Agresso Business World leveren aan de Universidade Católica Portuguesa (UCP). De Portugese universiteit gaat gebruik maken van de modules Finance, Research, Fixed Assets, Human Resources, Payroll en Management Information. UCP koos voor Agresso Business World om het informatiebeheer eenvoudiger, sneller en zonder hoge kosten aan te passen aan de stroom van bedrijfsveranderingen waar de organisatie continue mee te maken heeft. De Katholieke universiteit van Portugal heeft een hoofdkantoor in Lissabon en regionale afdelingen in Beira, Braga en Porto. Ruim 11.000 studenten krijgen er les van duizend docenten in 85 vakken op Bachelor- en Master-niveau.

UCP vervangt verschillende losse informatiesystemen door de geïntegreerde ERP-oplossing van UNIT4 met als doel om gebruikers en beslissingnemers eenvoudiger toegang te geven tot consistente en betrouwbare informatie. Met Agresso Business World kan de universiteit de dienstverlening aanzienlijk verbeteren door het efficiënter maken van processen voor onderwijzend personeel, werknemers en studenten.

Een belangrijke overweging in de keuze van UCP was de ruime ervaring van UNIT4 in het hoger onderwijs. De implementatie wordt uitgevoerd in negen maanden door consultants uit Portugal, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk, samen met een team van UCP.

Op dinsdag 22 februari a.s. publiceert UNIT4 de cijfers over 2010. Wij verwachten een winst per aandeel van € 1,50 (2009: € 1,33) en taxeren € 2,00 voor 2011. Op basis van de taxatie voor het lopende jaar wordt tegen de huidige beurskoers van € 23,85 circa 11,9 maal de verwachte winst voor de aandelen UNIT4 betaald.

De orderportefeuille van **Imtech** (technische dienstverlening in Europa en op de mondiale maritieme markt) stijgt eind 2010 met 10% naar € 5,2 miljard. Bovendien zal, ondanks nog steeds uitdagende economische omstandigheden in een aantal markten, de operationele EBITA-marge over 2010 wederom verbeteren. In 2009 rapporteerde Imtech een toename van de orderportefeuille van 5% naar € 4,7 miljard. De nu gerapporteerde versnelling van de groei markeert de goede positie waarin Imtech verkeert. Bovendien betreft het momenteel hoofdzakelijk autonome groei. Imtech wist met haar 25.000 medewerkers in 2010 wederom een goede performance neer te zetten. Duitsland, Oost-Europa en de Nordics (Zweden, Noorwegen en Finland) presteren zelfs uitstekend. Als gevolg van aanhoudend lastige marktomstandigheden staat de performance in de Benelux nog steeds onder druk. Ook in het UK, Ierland en Spanje bleef sprake van uitdagende marktomstandigheden. Desondanks wist Imtech hier goede resultaten te boeken. In de Europese technologiemarkten van ICT en Traffic werd goede vooruitgang geboekt. In de maritieme markt viel Imtech fractioneel terug, maar hier werd, gegeven de marktomstandigheden, een prima prestatie geleverd. Per saldo bevestigde Imtech de eerder gegeven vooruitzichten van verdere groei van de EBITA in het jaar 2010 door de combinatie van autonome groei en acquisities. De operationele EBITA-marge over het jaar 2010 (2009: 5,8%) zal verder toenemen. Per saldo is Imtech goed gepositioneerd voor 2011.

Een belangrijke *driver* voor de positieve ontwikkeling van Imtech is de sterk groeiende vraag naar 'groene' technologie. Imtech is in Europa een van de sterkste technische spelers op het gebied van energietechnologie. Door energieoplossingen te integreren in haar technologische totaalaanpak is Imtech in staat hoge toegevoegde waarde te leveren. Het resultaat is minder energieverbruik, hogere energie-efficiëntie, realisatie van duurzame energie en een lagere CO2-uitstoot. Hiermee wordt niet alleen een betere exploitatie mogelijk, maar wordt ook een aanzienlijke bijdrage geleverd aan doelstellingen op het gebied van duurzaamheid bij haar 21.000 klanten. Zo is Imtech bijvoorbeeld betrokken bij het 'vergroenen' van stadions, verduurzaming van de Europese autoproduktie, het terugdringen van de vervuiling in de rivier de Thames in Londen, realisatie van hightech duurzame energie- en biomassa-centrales, 'groene' schepen en verbetering van de energieprestaties in gebouwen, bijvoorbeeld de 'groene' revitalisatie van het hoofdkantoor van SEB bank in Stockholm.

In november 2010 heeft Imtech een nieuwe ambitieuze groeistrategie naar buiten gebracht. In 2015 wenst Imtech een opbrengstenniveau te bereiken van € 8 miljard (2009: ruim € 4,3 miljard) bij een operationele EBITA-marge tussen 6 en

7%. Dit impliceert een aanzienlijke toename van de operationele EBITA. Deze groei zal evenredig verdeeld zijn over autonome groei en groei door acquisities. Voor de financiering van deze groei is een gesyndiceerde bankfaciliteit van € 700 miljoen afgesloten.

Op dinsdag 15 februari zal Imtech de jaarcijfers over 2010 presenteren. Wij taxeren een winst per aandeel van € 2,05 (2009: € 1,92) en gaan voor 2011 uit van een winst per aandeel van € 2,45 (+19%). Tegen de huidige beurskoers van € 26,75 wordt het aandeel Imtech gewaardeerd op circa 10,9 maal de verwachte winst 2011. Wij verwachten voor het lopende jaar wederom een riant bijdrage van Imtech aan de performance van het Add Value Fund.

**TenCate** Protective Fabrics USA heeft in het vierde kwartaal van 2010 een omzet gerealiseerd in TenCate Defender M producten conform de uitgesproken verwachting van circa US \$ 60 miljoen. Dit betekent meer dan een verdubbeling ten opzichte van dezelfde periode in 2009. TenCate verwacht dat deze ontwikkeling zich tot in het derde kwartaal van 2011 voortzet. De omzet op het gebied van beschermende weefsels voor het Amerikaanse leger zal in het eerste kwartaal van dit jaar naar verwachting op ongeveer hetzelfde niveau liggen als in het vierde kwartaal van 2010.

De United States National Defense Authorization Act voor het fiscale jaar 2011 is op 7 januari 2011 door het Amerikaanse Congres getekend en daarmee wet geworden. Hierin is een additionele verlenging gerealiseerd tot 2015 van de bestaande vrijstelling onder het US Berry Amendment ten aanzien van de invoer van vlamwerende rayonvezels in de Verenigde Staten. De oorspronkelijke vrijstelling zou in 2013 aflopen. Het US Berry Amendment vereist dat door het Amerikaanse Ministerie van Defensie gekochte producten als textiel, voeding en speciale metalen zijn geproduceerd in de Verenigde Staten, met inbegrip van grondstoffen voor vezels.

In de TenCate Defender M productportfolio van TenCate Protective Fabrics USA in Union City, Georgia, VS, wordt gebruikgemaakt van een mix van vezels, die onder meer bestaat uit FR-rayonvezels van Lenzing AG in Oostenrijk. De hiermee geproduceerde vlamwerende weefsels voor Amerikaanse legeruniformen worden echter geheel in de Verenigde Staten vervaardigd. TenCate Protective Fabrics USA heeft hierdoor circa 10.000 Amerikaanse banen gecreëerd. Hierbij is een groot aantal Amerikaanse ondernemingen betrokken.

De importvrijstelling onderstreep het strategische belang van deze vezel om te voorzien in de behoefte aan hoogwaardige vlamwerende weefsels voor Amerikaanse uniformen, waardoor Amerikaanse militairen de meest optimale bescherming wordt geboden. Bovendien is de vrijstelling belangrijk voor de Amerikaanse textielindustrie, die aanzienlijke volumes met een hoge mate van betrouwbaarheid moet kunnen leveren.

De mededeling van TenCate vormt een bevestiging van het positieve winstmomentum zoals dat zichtbaar is vanaf met name de tweede helft van vorig jaar. Wij taxeren voor 2010 een winst per aandeel van € 2,00 (2009: € 0,78) en verwachten voor het lopende jaar € 2,45 (+22%). Tegen de huidige beurskoers van € 26,80 worden de aandelen TenCate daarmee gewaardeerd op 10,9 maal de verwachte winst 2011.

**Amsterdam Commodities** (Acom) kondigde de vervroegde aflossing van de 5,5% converteerbare obligatielening aan die vorig jaar werd uitgegeven ter financiering van de overname van de Deli-ondernemingen Van Rees en Red River. De sterke koersstijging van het aandeel Acom sinds de succesvolle transactie met Deli heeft de conversie van obligaties naar aandelen versneld opportuun gemaakt. Bij volledige conversie zullen ruim 5,4 miljoen nieuwe aandelen (+30,3%) worden uitgegeven tegen een koers van € 7,39 per aandeel, waarna in totaal ruim 23,2 miljoen aantal aandelen uitstaan. Het eigen vermogen van Acom zal hierdoor toenemen met circa € 38 miljoen en de totaal aan de convertibele gerelateerde interest- en overige lasten zullen verminderen met circa € 2,5 miljoen per jaar. De solvabiliteit van de groep stijgt door de conversie tot ongeveer 40%, wat een solide basis vertegenwoordigt voor de verdere groei van de Acom groep. Wij taxeren voor 2010 een winst per aandeel (voor bijzondere lasten) van € 0,80 en gaan voor het lopende jaar uit van € 1,05. Tegen de huidige beurskoers van € 10,25 wordt derhalve bijna 10 maal de verwachte winst voor de aandelen Acom betaald. Daarbij bedraagt het verwachte dividendrendement 5,1% op basis van een voorziene 50% pay out.

Ad Swartjes, CEO van **Telegraaf Media Groep** (TMG), heeft tijdens zijn nieuwjaarstoespraak aangegeven te verwachten dat het genormaliseerde bedrijfsresultaat (genormaliseerde EBITA) over 2010 ondanks circa 4% lagere opbrengsten aanzienlijk hoger zal uitkomen dan het jaar ervoor. De oplage-inkomsten zijn gering gedaald door een

combinatie van de beëindiging van De Telegraaf op zondag, prijsverhogingen en extra verkoop tijdens het WK-voetbal. De advertentie-inkomsten stonden zowel bij de kranten- als de radioactiviteiten (Sky Radio) onder druk. De daling van de advertentie-inkomsten is deels gecompenseerd door de groei van de online-inkomsten.

De verbetering van het genormaliseerde bedrijfsresultaat is vooral gerealiseerd door kosteningrepen, waaronder de beëindiging van de zondageditie van De Telegraaf, de outsourcing van activiteiten en de doorwerking van eerder genomen reorganisatiemaatregelen. Ook droegen lagere papierprijzen bij aan de verbetering van het resultaat. Per saldo zal het genormaliseerde bedrijfsresultaat over 2010 naar verwachting uitkomen op meer dan € 60 miljoen bij circa € 590 miljoen aan opbrengsten. Over 2009 werd een genormaliseerd bedrijfsresultaat behaald van ruim € 49 miljoen bij een omzet van € 612 miljoen. De marge neemt daarmee toe van 8,1% over 2009 tot meer dan 10% over 2010.

TMG verwacht stabiele oplage-inkomsten in 2011. Een belangrijke vraag is of de advertentie-inkomsten zich zullen herstellen van de daling in de afgelopen jaren. Vooralsnog gaat TMG uit van een geringe daling in de krantenadvertenties. De digitale inkomsten zullen naar verwachting verder toenemen, uiteraard versterkt door de activiteiten van het in november 2010 overgenomen Hyves. Bij radioreclame wordt een lichte stijging van de opbrengsten verwacht.

Aan de kostenkant krijgt TMG afgezien van inflatie te maken met het doorwerken van CAO-verhogingen, hogere papierprijzen, hogere pensioenlasten en verdere kostenreducties waaronder die van de samenwerking met Wegener en NDC bij de dagbladdistributie. Samenvattend wordt over 2011, inclusief het effect van de acquisitie van Hyves, een verdere verbetering van de marge verwacht bij een gering hogere omzet. De grootste onzekere factoren worden hierbij gevormd door de ontwikkelingen in de advertentiemarkt en de gevolgen van de bezuinigingsmaatregelen van de Nederlandse overheid. Daarnaast speelt op een termijn van drie tot zes maanden de mogelijke acquisitie van SBS Nederland. Uit strategisch oogpunt is TMG zeer geïnteresseerd in een overname. Daarbij zou het 6% strategisch belang in ProSiebenSat 1 Media AG, de verkopende partij van SBS, wel eens in het voordeel van TMG kunnen spelen. Dit pakket vertegenwoordigt bij de huidige beurskoers van € 24,- (exclusief premie voor het stemrecht) een waarde van ruim € 315 miljoen, ofwel 45% van de beurswaarde van TMG.

Wij menen dan ook dat het aandeel TMG momenteel ter beurze een ruime onderwaardering doet. Op basis van de consensusaxatie van de winst per aandeel 2011 van € 1,52 wordt bij de huidige beurskoers van € 14,80 minder dan 10 maal de verwachte winst betaald.

De bouw van de eerste fase van de bouwactiviteiten bij Botlek Tank Terminal (BTT) in Rotterdam (50% eigendom van HES Beheer) ligt goed op schema. Op 27 januari werd het hoogste punt (30 meter) bereikt. Het gaat om in totaal 34 tanks, met een gezamenlijke opslagcapaciteit van 200.000 m<sup>3</sup>. Hiervan is 130.000 m<sup>3</sup> bestemd voor minerale oliën en 70.000 m<sup>3</sup> voor eetbare oliën en biodiesel. De bouw is in het tweede kwartaal van 2010 gestart en zal in het vierde kwartaal van 2011 zijn afgerond. BTT beschikt dan over een state-of-the-art terminal met voldoende ligplaatsen aan diep vaarwater, geschikt voor de overslag en opslag van een gevarieerd pakket natte bulkproducten, zoals minerale oliën, ethanol, eetbare oliën en biobrandstoffen. Het is de bedoeling om na afronding van de tweede fase, in 2014, over 550.000 m<sup>3</sup> opslagcapaciteit te beschikken.

Sinds 1 maart 2010 is BTT al in staat en gecertificeerd om snel en efficiënt natte bulk boord-boord over te slaan. Aan haar 420 meter lange zeestijger kunnen twee zeeschepen tot 100.000 DWT tegelijkertijd worden behandeld, 24 uur per dag, 7 dagen per week.

Voor een volledige beschrijving van **HES Beheer** verwijzen wij naar de in december gepubliceerde Investment Case, beschikbaar op [www.addvaluefund.nl/investmentcase.php](http://www.addvaluefund.nl/investmentcase.php)

De omzet van **Macintosh Retail Group** steeg in het tweede halfjaar van 2010 met bijna € 20 miljoen tot € 600 miljoen, waarvan € 10,5 miljoen (+3,5%) in het derde kwartaal en € 9,4 miljoen (+3,4%) in het vierde kwartaal. In Fashion (schoenen) was in de tweede jaarhelft sprake van een duidelijk hogere omzet, terwijl de omzet in Automotive & Telecom (Halfords, BelCompany) nagenoeg gelijk was en die in Living (Kwantum) een geringe daling te zien gaf. De omzet over geheel 2010 is 1,3% hoger uitgekomen op € 1.130,9 miljoen. Door de hogere omzet en een hogere

procentuele brutomarge in Fashion en Living zal het bedrijfsresultaat over geheel 2010 volgens huidige inzichten circa 20% hoger uitkomen dan in 2009 (€ 44,7 miljoen).

Macintosh maakte voorts bekend dat het overeenstemming heeft bereikt met de aandeelhouders van Jones Bootmaker over een overname van alle aandelen. Jones Bootmaker is opgericht in 1857 en heeft 93 winkels op toplocaties in stads- en winkelcentra in de UK, geconcentreerd in en rond Londen en het zuidoosten. Het assortiment van Jones Bootmaker bevat schoenen, laarzen, tassen en accessoires en is modern, representatief, comfortabel en stijlvol. Doelgroep is vooral de (zaken)man/-vrouw in de leeftijd 20 – 50 die een kwalitatief uitstekend product wenst in een winkel met excellente service en een brede keuze. In totaal verkoopt Jones Bootmaker met ruim 1.600 medewerkers circa 2 miljoen paar schoenen per jaar en realiseert daarmee een goed rendabele consumentenomzet van circa € 110 miljoen. Jones vormt een mooie aanvulling op de out-of-town formule Brantano, een ander Macintosh-merk, die het gehele gezin in de UK bedient met een aantrekkelijk geprijsd assortiment. De financiering van de acquisitie zal volledig plaatsvinden door gebruik te maken van de eigen leencapaciteit van Macintosh binnen de bestaande kredietfaciliteit. Rekening houdend met de verwachte financieringskosten verwacht Macintosh dat de overname van Jones Bootmaker, exclusief effecten van samenwerking in Fashion, in 2011 een positieve bijdrage zal leveren aan de winst per aandeel. Met een getaxeerde winst per aandeel van € 1,60 in 2010 en van € 2,00 in 2011 wordt het aandeel Macintosh Retail Group tegen de huidige beurskoers van € 19,50 onzes inziens zeer bescheiden gewaardeerd. In mei 2007 noteerde het aandeel nog een hoogste beurskoers van € 35,25.

De nettowinst 2010 van **Sligro Food Group** is uitgekomen op € 70,2 miljoen. Dat is € 4 miljoen of 5,5% minder dan in 2009. De omzet bedroeg vorig jaar € 2.286 miljoen, een toename van 1,3%. De autonome omzetgroei beliep 3,6%. Volgens directievoorzitter Koen Slippens heeft Sligro Food Group (SFG) in pittige marktomstandigheden de markt in zowel foodservice als foodretail met 4 – 5% overtroffen. De recordwinst van 2009 kon echter niet worden geëvenaard. Dit is vooral het gevolg van éénmalige integratiekosten ter grootte van circa € 10 miljoen bij het project 'Groot Amsterdam', bestaande uit circa € 5 miljoen versnelde afschrijvingen, circa € 2 miljoen boekverliezen en reserveringen voor sluitingskosten en € 3 miljoen extra operationele kosten om de kwaliteit van de dienstverlening te garanderen. Daarnaast ondervond SFG prijsdruk in de markt en was er in 2009 een extra (53e) week. Tenslotte werd SFG in december geconfronteerd met de nadelige effecten van het strenge winterweer – afbestellingen, uitgestelde leveringen. Deze resultaten bleven achter bij de marktconsensus, waardoor de koers van het aandeel SFG in eerste instantie ruim 7% daalde. Echter, wij menen dat de perspectieven voor 2011 en volgende jaren zeker niet ongunstig zijn. Het management verwacht dat SFG in 2011 wederom beter zal presteren dan de markt, zowel in foodservice als in foodretail met de EMTÉ-formule. Daarbij zal het feit dat foodservice een groot contract met het Nederlandse leger heeft afgesloten voor ruim 2% extra omzet in dit segment gaan zorgdragen. Hiermee stijgt het landelijk marktaandeel van SFG in foodservice tot boven 19%.

Omdat er in 2011 veel minder incidentele kosten zullen behoeven te worden gemaakt dan in 2010, terwijl de projecten 'Groot Amsterdam' en 'Plop' (logistiek) hun besparingen gaan opleveren ziet het management dit jaar met vertrouwen tegemoet. Wij vertalen dit in een getaxeerde winst per aandeel van € 1,75 (2010: € 1,59), een toename van 10%. Over 2010 wordt een dividend van € 0,70 per aandeel voorgesteld. Deze cijfers resulteren bij een recente beurskoers van € 24,50 in een K/W verhouding van 14 en een dividendrendement van 2,9%.

Financieel detacheerder **DPA Group** bereikte overeenstemming omtrent de overname van de Nederlandse Interim Groep (zie ook maandbericht december 2010). De overnamesom bedraagt 12 miljoen aandelen DPA plus € 10,42 miljoen in cash, waarmee de totale overname op circa € 38 miljoen komt uitgaande van de huidige beurskoers van € 2,30. DPA is voornemens een claimemissie van 11,84 miljoen aandelen te doen tegen een uitgiftekoers van € 1,50 per aandeel, welke volledig wordt gegarandeerd door een aantal grootaandeelhouders. De nieuwe combinatie biedt werk aan circa 1.000 medewerkers en zal naar onze indruk in 2011 een bescheiden positief resultaat gaan boeken. Echte waardecreatie zal pas vanaf 2012 mogelijk zijn zodra de schaalomvang van de onderneming door samenwerkingsverbanden en/of aanvullende overnames weer concurrerend is met die van andere detacheerders.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 februari 2011 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
UNIT4	11,5%
Hunter Douglas	9,4%
Imtech	9,3%*
Nedap	8,4%
Brunel International	8,1%
ASM International	7,9%*
LBi International	7,7%
Koninklijke TenCate	6,7%
Neways Electronics International	5,8%
Amsterdam Commodities	4,7%
Overige 9 ondernemingen	20,5%
Liquiditeiten en overige	0,0%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

\*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

De eerste week van februari heeft een voortzetting van het consoliderende beeld van januari laten zien. Traditioneel is februari een 'stille' maand voor wat betreft bedrijfsnieuws. Wij voorzien daarom op korte termijn geen grote fluctuaties in de portefeuille(waarde). Vanaf maart zullen bedrijven naar buiten komen met hun prognoses ten aanzien van het lopende jaar en de verdere toekomst.

Wij blijven onverminderd positief gestemd ten aanzien van de perspectieven voor een verdere waardegroei van de ondernemingen in de portefeuille.

**Op donderdag 31 maart a.s. zal de Algemene Vergadering van Aandeelhouders plaatsvinden te Amsterdam.**

**Locatie: Beursplein 5, aanvang 15.00 uur.**

Wij zullen tijdig de bescheiden van deze vergadering op onze website beschikbaar stellen en deze op verzoek toezenden.

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, 8 februari 2011

---

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