

MAANDBERICHT OVER JULI 2010

Inleiding

Na twee maanden van dalende koersen bracht juli een technisch herstel van de aandelenmarkt. De AEX-Index sloot 4,5% hoger op 330 punten. De Amsterdam Midkap Index steeg met 3,4% en de Amsterdam Small Cap Index daalde met 0,4%. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 5,3% van € 22,65 naar € 23,85. Year-to-date bedraagt de waardestijging van het Add Value Fund 11,3%.

Per 30 juli 2010 was voor een bedrag van € 39,2 miljoen belegd in 19 ondernemingen. Per 2 augustus 2010 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 40,7 miljoen, waaruit volgt dat 3,7% van de portefeuille uit liquide middelen bestaat.

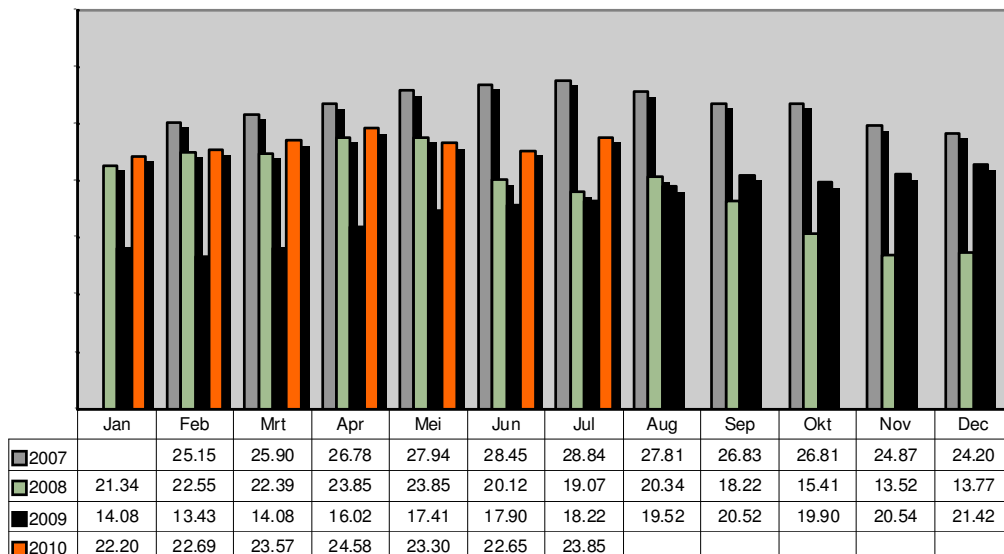
De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 augustus 2010 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 23,73
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 23,85
Fondsvermogen	€ 40.668.371
Aantal uitstaande aandelen	1.705.048

De gerealiseerde rendementen (procentueel) 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.
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	+4,3	-5,2	-2,8	+5,3						+11,34	-4,60

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



Mutaties in de portefeuille

Wij breidden in juli het belang in semi-conductor toeleverancier **ASM International** verder uit. De posities in **Brunel International**, **Hunter Douglas** en **LBI International** werden in bescheiden mate vergroot. Er werden twee nieuwe namen in de portefeuille opgenomen. Na twee maanden van koerscorrectie hebben wij besloten belangen op te bouwen in **Beter Bed Holding** en **Telegraaf Media Groep** (TMG). Beter Bed heeft de gevolgen van de kredietcrisis glansrijk doorstaan en staat onder leiding van de nieuwe CEO, Ton Anbeek, aan de vooravond van een nieuwe periode van expansieve groei. Wij achten de huidige waardering van het aandeel Beter Bed uiterst aantrekkelijk: het dividendrendement van ruim 6% tegen de huidige beurskoers van € 17,- geeft bovendien een behoorlijke bescherming tegen een mogelijke verdere koerscorrectie. TMG is in onze perceptie een achterblijver in de internationale peer group van mediabedrijven. In heel Europa trekken momenteel de mediabestedingen behoorlijk aan, in Nederland stegen deze in de eerste helft van het jaar met 9,4%. TMG-deelneming (6%) ProSiebenSat1 rapporteerde een sterk interim bericht in de laatste week van juli, waarop de beurskoers met ruim 10% steeg. Aan de beurskoers van Telegraaf Media Groep lijkt de opgewekte nieuwsstroom vooralsnog niet besteed te zijn. Op het huidige niveau van € 14,- achten wij het aandeel TMG tenminste 15% ondergewaardeerd.

Wij namen enigermate winst op het belang in **Amsterdam Commodities** (Acom) nadat de beurskoers dit jaar reeds meer dan 50% was gestegen. Het belang in **Qmulus** (voorheen: Direct Wonen) werd met een aantrekkelijke boekwinst verkocht nadat de grootaandeelhouder en tevens directievoerder Weswa Holding eenzijdig had besloten tot het stopzetten van de beursnotering aan de Engelse Alternative Investment Market (AIM).

Bedrijfsnieuws

Technisch dienstverlener **Imtech** meldde een groeiende orderingang in de technologische maritieme markt in het Verre Oosten en Singapore. De afgelopen maanden werd in totaal voor € 36 miljoen aan nieuwe orders verworven. Imtech heeft met in totaal 10 vestigingen een sterke positie in deze regio en ziet goede kansen voor verdere groei in de nabije toekomst. Voor dit jaar verwacht Imtech voor het eerst de grens van € 100 miljoen order-intake in deze regio te overschrijden, ook al omdat de diverse vestigingen intensiever met elkaar samenwerken en 'cross selling' tot stand weten te brengen. Imtech deed tevens in juli twee acquisities. In Oostenrijk werd ICT-specialist Sapphir IT & Consulting GmbH overgenomen. Sapphir is een SAP consultancy specialist met 20 medewerkers en jaarlijkse opbrengsten van ruim € 2,5 miljoen. Sapphir heeft ook een vestiging in Boekarest; Imtech heeft eerder aangegeven haar activiteiten strategisch uit te willen breiden naar Roemenië. Daarnaast verwierf Imtech de Finse hightech traffic control-specialist YSP. Met 25 medewerkers realiseert YSP jaarlijkse opbrengsten van bijna € 3 miljoen. Zowel Sapphir als YSP draagt direct bij aan de winst per aandeel van Imtech.

Biofarmaciegroep **Crucell** en Sanofi Pasteur meldden een interessante uitruil van belangen. Crucell verwierf de volledige rechten op FluCell, een gezamenlijk te ontwikkelen griepvaccin op basis van het door Crucell ontwikkelde PER.C6 platform. Het was al geruime tijd bekend dat Sanofi Pasteur niet geïnteresseerd was aan de verdere ontwikkeling van dit griepvaccin. Het zou naar onze mening niet verwonderlijk behoeven te zijn als Johnson & Johnson, sinds september vorig jaar Crucell's strategische partner in onderzoek naar griepvaccins en anti-lichamen tegen griep, de rol van Sanofi Pasteur in de samenwerking zal gaan overnemen. Naar verwachting zal FluCell in 2014 voor registratie gereed zijn. In ruil voor de overgenomen rechten van FluCell heeft Crucell afgezien van het beëindigen van de alliantie met Sanofi-dochter Shantha Biotechnics voor de levering van een component aan Shantha's vaccin tegen kinderziekten, een directe concurrent van Crucell's Quinvaxem-vaccin. Wij blijven optimistisch gestemd voor het groeipad van omzet en winst van Crucell in de komende jaren. Crucell is momenteel de tweede grootste holding in de portefeuille.

Bedrijfssoftwareleverancier **UNIT4** opende een kantoor in Italië: UNIT4 Business Software SRL. Vanuit de nieuwe vestiging in Milaan wil UNIT4 het klantenbestand in Italië en de rest van Europa uitbreiden. Een team van zes medewerkers houdt zich bezig met de verkoop en support voor UNIT4-software. Daarbij ligt de focus op de ERP-oplossing Agresso Business World (ABW) en de accountancy-oplossing CODA Financials. Vanuit de nieuwe vestiging worden zowel bestaande als nieuwe klanten bediend. Het team ondersteunt de kinderbeschermingsorganisatie Save

the Children al met de implementatie van ABW in de vestiging in Rome. Save the Children gebruikt deze ERP-oplossing in verschillende kantoren in Europa. Inmiddels is ook bekend geworden dat Save the Children UNIT4 heeft gekozen als voorkeursleverancier voor de automatisering van haar 29 divisies. De grootste kinderbeschermingsorganisatie ter wereld gaat wereldwijd de ERP-oplossing ABW inzetten als hulpmiddel bij haar administraties. Deze opdracht vertegenwoordigt een waarde van € 1,6 miljoen. UNIT4 werkt al voor ruim vijftig klanten van CODA en ABW in Italië. Daarnaast is het Italiaanse team mede verantwoordelijk geweest voor het ontwikkelen en onderhouden van de Italiaanse versie van CODA Financials. Klanten zijn er hierdoor van verzekerd dat de oplossingen van UNIT4 geschikt zijn voor de complexe Italiaanse wet- en regelgeving op het gebied van boekhouding. De Italiaanse expansie is een bewijs van UNIT4's succesvolle groeistrategie. Op donderdag 26 augustus publiceert de onderneming het halfjaarbericht.

Bij de presentatie van de halfjaarcijfers van Randstad Holding werd duidelijk dat dochter Yacht, actief in de detachering van hoogopgeleide specialisten op het gebied van onder meer Technology, Finance, Interim management en ICT, door een diep dal gaat. Er werd over de eerste zes maanden een omzetzaling van circa 20% gemeld, hetgeen gepaard zou gaan met een operationeel verlies van enkele miljoenen. Ook vorig jaar verloor marktleider Yacht marktaandeel aan concurrent **Brunel International**. Op basis van de laatste informatie lijkt Brunel er dit jaar wederom in te slagen marktaandeel te winnen. Nu ook de laacyclische detacheringmarkt voor hoogopgeleide medewerkers in de tweede helft van 2010 naar verwachting zal aantrekken, mag op een versterkt positief leverage-effect op de winst van Brunel worden gerekend. Weliswaar zal de gerapporteerde winst van Brunel over 2010 niet wezenlijk afwijken van die van 2009, met name door een geringe daling van de bijdrage van de Energy divisie, de vooruitzichten voor een stevige winstgroei in 2011 lijken te verbeteren. Wij taxeren voor Brunel een winst per aandeel van € 1,45 voor 2010 (2009: € 1,35), maar voorzien een forse 35% toename voor 2011 naar € 2,- per aandeel. De aandelen Brunel noteren momenteel € 24,30, waaruit een bescheiden koers/winst multiple van 12 maal de getaxeerde winst 2011 volgt. Brunel bekleedt de vijfde positie in de portefeuille.

De halfjaarcijfers van onlinebroker **BinckBank** waren licht hoger dan waar de marktconsensus van uitging. Vielen de eerste kwartaalcijfers de markt nog tegen vanwege een gering aantal transacties, in het tweede kwartaal was het juist de toegenomen volatiliteit op de financiële markten die de Binck-klanten aanzette tot het uitvoeren van een groter aantal transacties. In het tweede kwartaal van 2010 behaalde BinckBank een gecorrigeerde netto winst van € 20,9 miljoen. Dit betekende een stijging van 10% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2010 en een stijging van 23% in vergelijking met dezelfde periode van 2009. Wanneer de jaar-op-jaar ontwikkeling van de verschillende opbrengsten- en kostenposten wordt geanalyseerd, blijkt sprake te zijn van een gezonde progressie. Het aantal effectenrekeningen in Nederland, België en Frankrijk steeg met respectievelijk 16, 34 en 165%, waarbij het aantal transacties wel achterbleef (met 4%) bij het sterke tweede kwartaal van 2009. Het geadmireerde vermogen vertoonde een stijging van 37% van € 6,2 miljard naar € 8,5 miljard. De netto rentebaten stegen met 37% van € 7,6 miljoen tot € 10,5 miljoen, terwijl de netto provisiebaten 9% hoger uitkwamen op € 31,6 miljoen (€ 29,0 miljoen). De totale bedrijfslasten stegen met slechts 3% van € 24,9 miljoen tot € 25,6 miljoen. Het resultaat uit bedrijfsactiviteiten nam daardoor met 39% toe van € 12,0 miljoen tot € 16,8 miljoen. Over de eerste helft van 2010 werd een winst per aandeel van € 0,54 (2009: € 0,46) geboekt, waar inmiddels een interim dividend van € 0,24 is uitgekeerd. Wij menen dat BinckBank goed op koers ligt om haar ambitie, de toonaangevende online broker in Europa te worden, te realiseren. De beurskoers van BinckBank steeg in juli met 4,7% tot € 10,76. Tegen deze beurskoers wordt circa 10 maal de verwachte winst per aandeel 2010 voor de aandelen BinckBank betaald, waarbij het dividendrendement, bij een 50%-pay out, uitkomt op 5,1%. Wij beschouwen BinckBank bij de huidige waardering als een uitstekende defensieve belegging in de portefeuille.

Met een koersstijging van bijna 14% behoorde **Koninklijke TenCate** tot de drie best presterende aandelen in de portefeuille in de maand juli. Deze stijging was het directe gevolg van een optimistische trading update over het tweede kwartaal van 2010. Vooruitlopend op de publicatie van de halfjaarcijfers op donderdag 26 augustus a.s. deelde de onderneming mede dat het bedrijfsresultaat (EBIT) in het tweede kwartaal van 2010 circa € 27 miljoen bedraagt (2009Q2: € 11,1 miljoen). Het bedrijfsresultaat over de eerste zes maanden van 2010 is verdubbeld tot een bedrag van

circa € 33 miljoen. Rekening houdend met incidentele posten verdubbelde ook de nettowinst over het eerste halfjaar tot circa € 19 miljoen. De groepsomzet over de eerste zes maanden van 2010 kwam uit op circa € 450 miljoen, 5% hoger dan over het eerste halfjaar van 2009. Met name de sector Geosynthetics & Grass liet een sterke (+17%) groei zien met een belangrijke verbetering van het resultaat. De kostendaling in de bedrijfsvoering binnen de gehele sector komt hierin tot uitdrukking. In de kunstgrasactiviteiten werd het commerciële beleid aangepast in combinatie met efficiencymaatregelen. Dit sorteerde een sterk positief effect. De omzet in de sector Advanced Textiles & Composites daalde met 10% door een verminderde vraag in TenCate Defender M en TenCate Gen2 ten behoeve van het Amerikaanse leger. Dit was het gevolg van een aanpassing van de camouflage print (MultiCam pattern). Anderzijds resulteerde de succesvolle marktintroductie van het beschermende weefsel TenCate Tecasafe Plus in de Amerikaanse industriële markt in een sterke omzettoename van dit product in het eerste halfjaar. In de tweede helft van het jaar zal de omzet van met name TenCate Defender M zich weer herstellen op het oude niveau. Ook de sector Overige Activiteiten toonde een positief beeld. TenCate Enbi liet een sterke winstgroei zien, mede door de genomen kostenmaatregelen eind 2009 en door positieve marktontwikkelingen. Xennia Technology liet een goede voortgang van de commerciële ontwikkelingen zien. De bankconvenant net debt/EBITDA bleef in het eerste halfjaar duidelijk onder de overeengekomen waarde van 3,0. In de tweede helft van 2010 zal de verbetering van de resultaten zich voortzetten en zal er ook vanuit de sector Advanced Textiles & Composites sprake zijn van positieve ontwikkelingen die de winstgroei ondersteunen. De omzet van beschermende weefsels aan het Amerikaanse leger zal zich herstellen. Tevens is de verwachting dat de omzet op het gebied van aerospace composites zich in de tweede helft geleidelijk zal gaan herstellen. De armour compositesmarkt in de Verenigde Staten laat een gunstiger beeld zien dan over de eerste zes maanden op basis van de huidige projectportefeuille. Nieuwe programma's, zoals die voor Eurocopter, zullen in de toekomst geleidelijk aan de omzet gaan bijdragen. Het toekomstperspectief in zowel de vliegtuigmarkt als de armourmarkt ten aanzien van composieten lijkt derhalve gunstig te zijn.

Na het zeer zwakke 2009 lijkt TenCate de opgaande lijn in 2010 weer op te pakken. Het earningsmomentum van de groep behoort momenteel tot het sterkste van de Nederlandse small- en midcapmarkt. De aandelenkoers heeft hierop, onzes inziens, nog onvoldoende geanticipeerd. Juist vanwege de gunstige vooruitzichten op middellange termijn (Xennia, speciale hoog renderende producten als Defender M en het herstelpotentieel in kunstgras) steekt de huidige beurskoers van € 20,40 erg schril af tegen de topkoers van juli 2007 van € 34,-. Wij zijn ervan overtuigd dat de beurswaardering van TenCate de komende 12 tot 18 maanden moet kunnen terugkeren naar dit vorige topniveau. Op basis van de taxatie van de winst per aandeel 2011 van € 2,25 (consensus) wordt tegen de huidige beurskoers van € 20,50 slechts 9,1 maal de verwachte winst voor de aandelen TenCate betaald. Het aandeel is derhalve in de bovenste regionen van onze portefeuille vertegenwoordigd.

Dankzij een 25% stijging van de aanvoer en een onverminderd sterke vraag naar opslag heeft op- en overslagbedrijf **HES Beheer** in de eerste helft van 2010 een netto resultaat van € 9,9 miljoen gerealiseerd (eerste halfjaar 2009: € 6,0 miljoen). De nettowinst per aandeel steeg van € 0,69 naar € 1,13. De bijdragen van EMO (HES-belang: 31%), Ovet (HES-belang: 33,3%) en EBS (100%) waren fors hoger, terwijl ook de winst van OBA (economisch belang: 67%) sterk verbeterde. Het Engelse NHBS (100%) bleef goed presteren. Naar evenredigheid van HES Beheer's participatie in haar verschillende deelnemingen was de aanvoer 25% hoger dan in het eerste halfjaar van 2009. Vooral de overslag van ijzererts vertoonde een krachtig herstel vanwege de hogere bezettingsgraad van Europese staalfabrieken. De proportionele aanvoer van kolen nam eveneens toe, terwijl de aanvoer van agribulk en biomassa achterbleef bij dezelfde periode vorig jaar. De opslagfaciliteiten bleven over de gehele lijn sterk bezet. De huuropbrengsten lagen per saldo zelfs op een licht hoger niveau dan in het qua opslag goede eerste halfjaar van 2009. Ultimo juni 2010 bedroeg de solvabiliteit 68,4% tegenover 72,4% per ultimo 2009. De daling houdt verband met het investeringsprogramma ten behoeve van de Botlek Tank Terminal (BTT), waarmee HES Beheer de komende twee jaar haar aanwezigheid in de nattebulksector aanmerkelijk wil vergroten. De HES-directie verwacht dat de aanvoer en opslag ook in het tweede halfjaar goed op peil zullen blijven en dat het recordresultaat van 2009 van € 16,7 miljoen dit jaar met ten minste 10% zal worden overtroffen. Ook voor de middellange en langere termijn blijft de directie onverminderd optimistisch. Dit optimisme is gestoeld op de verwachte groei in de kolenaanvoer en de uitbreiding in de natte bulk. De groeiverwachting voor de kolen is gebaseerd op de voortgaande sluiting van de Duitse kolengroeven en de bouw van nieuwe

elektriciteitscentrales in Nederland en Duitsland. De bouw van twee centrales op de Rotterdamse Maasvlakte, die door EMO zullen worden gevoed, is in volle gang. Naar verwachting zullen deze nieuwe centrales in 2012/13 in gebruik worden genomen. De nieuwbouw van de eerste 200.000 m³ tankopslag voor BTT ligt goed op schema. Deze eerste fase van de uitbreiding zal naar verwachting aan het begin van het vierde kwartaal 2011 operationeel zijn.

Wij taxeren voor 2010 een winst per aandeel van € 2,25 (2009: € 1,65), een stijging van ruim 36%. De toename zoals voorspeld voor de tweede helft van het jaar ligt daarmee beduidend lager dan de sterke (+64%) toename in het eerste halfjaar. Dit is terug te voeren op de weer aantrekkende wereldeconomie die HES Beheer in staat stelde over de tweede helft van 2009 aansprekende resultaten te realiseren. Voor 2011 voorzien wij een bescheiden verdere toename van de winst per aandeel tot € 2,45 (+9%). Vanaf 2012/13 is een double digit stijging van de winst per aandeel in beginsel mogelijk als de vruchten van de nu uitgevoerde investeringen zullen worden geplukt. De huidige beurskoers van € 29,40 verdisconteert al een deel van de goede perspectieven voor de komende jaren.

De opbrengsten van N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** waren in de eerste helft van 2010 met € 61,1 miljoen 10% hoger dan over de overeenkomstige periode van 2009 (€ 55,5 miljoen). Over de eerste zes maanden van dit jaar werd een nettowinst van € 3,0 miljoen gerealiseerd (2009H1: € 0,6 miljoen). Per aandeel werd € 0,44 verdiend (2009H1: € 0,09). Na de forse terugval in het eerste halfjaar van 2009 hebben de opbrengsten zich in het tweede halfjaar van 2009 en het eerste halfjaar van 2010 weer redelijk hersteld. Dit herstel werd breed gedragen binnen de organisatie. De marktgroepen Healthcare, Library Solutions, Security Management en Specials lieten een stevige toename zien ten opzichte van de overeenkomstige periode van 2009. Ook de marktgroepen Retail Support en Power Supplies presteerden beter. De groepen Agri en AVI, die vooral in de tweede helft van 2009 de recessie voelden, zagen hun respectievelijke markten voorzichtig herstellen. Het resultaat over het eerste halfjaar werd positief beïnvloed door de in 2009 genomen maatregelen om de organisatie aan te passen aan veranderende omstandigheden. Een van de maatregelen was het overdragen van een groot deel van de productieactiviteiten van de hoofdvestiging in Groenlo aan Inventi B.V. te Neede (een 100% dochterbedrijf), waar op een meer efficiënte manier seriematig kan worden geproduceerd ten behoeve van de diverse marktgroepen.

Voor geheel 2010 verwachten wij een winst per aandeel van € 1,10, hetgeen correspondeert met ongeveer 50% van het recordresultaat zoals dat in de jaren 2007 en 2008 werd geboekt. Nedap zit nog volop in het proces om zich geleidelijk geheel te gaan toeleggen op de ontwikkeling en vermarketing van de eigen Nedap (eind)producten. Wij voorzien dat in 2011 het netto resultaat dat van de recordjaren kan benaderen, mits de belangrijke Agri-markt volgend jaar een verder herstel vertoont. Tegen de huidige beurskoers van € 17,- wordt thans 15,5 maal de voor dit jaar getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald en bedraagt het verwachte dividendrendement 5,8%, waarbij een onveranderde 90% pay out is verondersteld.

ASM International, producent van semiconductormachines, rapporteerde ongekend sterke cijfers over het tweede kwartaal van 2010. Met name de progressie van de traditioneel uitstekend presterende back-end activiteiten (ASMI houdt 52,6% van het in Hongkong genoteerde ASMPT) was indrukwekkend. De omzet in dit segment steeg kwartaal-op-kwartaal met 43% van € 165,1 miljoen naar € 236,4 miljoen, terwijl de EBITA met 54% steeg van € 50,9 miljoen naar € 76,6 miljoen, alwaar de marktconsensus uitging van slechts een marginale stijging (< 5%). Bovendien presteerden de veel bekritiseerde front-end activiteiten veel beter dan verwacht. Op een omzet van € 66,1 miljoen (2010Q1: € 54,0 miljoen) werd een EBITA van € 3,7 miljoen geboekt, waar de markt nog uitging van een verlies van circa € 1,5 miljoen. Het ASMI-management is onverminderd positief gestemd ten aanzien van de vooruitzichten voor de tweede helft van dit jaar op grond van een zeer sterke orderingang. Deze lagen in Back-end 52% hoger dan in 2010Q1 en voor Front-end 32%. ASMI kondigde tenslotte de acquisitie van de voormalige Siemens Surface Mounting Technology (SMT) activiteiten aan voor het symbolische bedrag van € 1,- plus een investeringsgarantie van € 120 miljoen. Deze overname zal naar verwachting eind dit jaar worden afgerond en in eerste instantie een verwaterend effect op de resultaten van ASMPT sorteren.

Het behoeft geen verwondering te wekken dat winsttaxaties voor 2010 en 2011 sterk opwaarts werden herzien. Wij menen dat een winst per aandeel van € 2,50 voor 2010 en van € 3,00 voor 2011 in het licht van de kracht van de huidige investeringscyclus in semiconductors niet te hoog gegrepen is. De beurskoers van het aandeel ASMI steeg in

de drie dagen na bekendmaking van het halfjaarbericht per saldo met ruim 12% naar € 19,70. Op basis van de sum-of-the-parts analyse noteert het aandeel ASMI overigens nog altijd op een discount van ruim 26% ten opzichte van de waardering die ASMPT op de beurs in Hongkong doet. Anders gezegd, beleggers kennen een negatieve waarde van € 7,- per aandeel ASMI toe aan de inmiddels winstgevend opererende front-end tak. Analisten hebben hun koersdoel voor ASMI gemiddeld verhoogd richting € 30,- per aandeel, hetgeen bij de huidige beurskoers van € 19,70 een opwaarts koerspotentieel van ruim 52% oplevert.

Sligro Food Group rapporteerde over het eerste halfjaar van 2010 een nettowinst van € 28 miljoen, een toename van 4,6% ten opzichte van de vergelijkbare periode in 2009. De omzet over het eerste halfjaar van 2010 beliep € 1.115 miljoen, een toename van 2,7%. De autonome omzetgroei bedroeg 4,7%. De cijfers werden door analisten niet positief ontvangen. Weliswaar zette de turnaround bij Foodretail goed door met een positief bedrijfsresultaat van € 4,7 miljoen (2009H1: - € 1,1 miljoen), bij Foodservice moest Sligro genoegen nemen met een € 4,8 miljoen lager bedrijfsresultaat. Sligro slaagt erin om haar marktaandeel in Foodservice te laten groeien, maar dit gaat in de huidige fase, die wordt gekenmerkt door een economische krimp, gepaard met prijsdruk en extra afschrijvingen. Voor geheel 2010 verwacht de Sligro-directie niettemin een hogere totaalomzet te realiseren ten opzichte van 2009. Daarenboven verwacht zij extra te groeien door de op 2 juli jl. aangekondigde overname van Sanders Supermarkten, die naar verwachting deze maand wordt afgerond. Sanders Supermarkten beschikt in de regio Twente over 22 full service supermarkten met een verkoopvloeroppervlakte van ruim 17.000 m2. Over 2009 is een netto omzet van € 100 miljoen met een nettowinst van € 4 miljoen gerealiseerd. Mede door een eigen vleesverwerkingsbedrijf beschikt Sanders over een uniek vleesconcept in haar supermarkten, waardoor de vleesomzet circa 60%(!) hoger is dan het landelijk gemiddelde van supermarkten. Sligro betaalt bijna € 50 miljoen voor deze overname, welke uit bestaande kredietfaciliteiten zal worden gefinancierd. De koopsom omvat ook onroerend goed dat door de familie Sanders in privé wordt gehouden. In totaliteit bestaat de koopsom voor circa 50% uit onroerend goed, voor circa 20% uit bedrijfsgebonden netto-activa en voor de resterende 30% uit meerwaarde voor de vestigingspunten en overige immateriële activa. De overname zal direct een positieve invloed hebben op de nettowinst en de winst per aandeel van Sligro Food Group. Voor geheel 2010 gaan wij uit van een winst per aandeel van € 1,75 (2009: € 1,68), terwijl wij voor 2011 voorlopig € 1,95 taxeren. Tegen de huidige beurskoers van € 22,- wordt daarmee 11,3 maal de verwachte winst 2011 voor aandelen Sligro Food Group betaald.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 augustus 2010 betreffen:

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

**exclusief optiepositie*

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

Totdusver is de kwaliteit van de halfjaarcijfers die door de ondernemingen uit onze portefeuille is gepubliceerd, (ruim) boven de verwachting van analisten. Tegelijkertijd lijkt het zelfvertrouwen bij beleggers weer enigszins terug te keren. De gunstige uitkomsten van de stresstesten van de grootbanken en het doorzetten van het (technisch) herstel van de euro vormen hiervoor de aanleiding. Het risico dat de wereldeconomie in de tweede helft van 2010 of in 2011 zal worden geconfronteerd met het gevreesde double dip scenario, wordt gaandeweg wat lager ingeschat. Al met al lijken de kansen op een aantrekkelijker aandelenklimaat in de tweede helft van 2010 te verbeteren.

Wij hebben er vertrouwen in dat de door ons samengestelde portefeuille ook in de resterende maanden van 2010 een bovengemiddeld beleggingsresultaat zal weten te genereren.

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, 3 augustus 2010