

## MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2010

### Inleiding

De aandelenmarkten zochten in februari vergeefs naar richting. De gehele maand werd binnen een nauwe trading range gehandeld, waarbij de omzetten op een relatief laag niveau bleven. De AEX-index sloot de verslagmaand af met een verlies van 3,1% op 317,74. De Amsterdam Midkap Index eindigde februari 0,4% lager op 518,70, terwijl de Amsterdam Smallcap Index 0,8% steeg tot 468,25. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund steeg met 2,2% van € 88,81 naar € 90,75. Year-to-date bedraagt de waardestijging 5,9%.

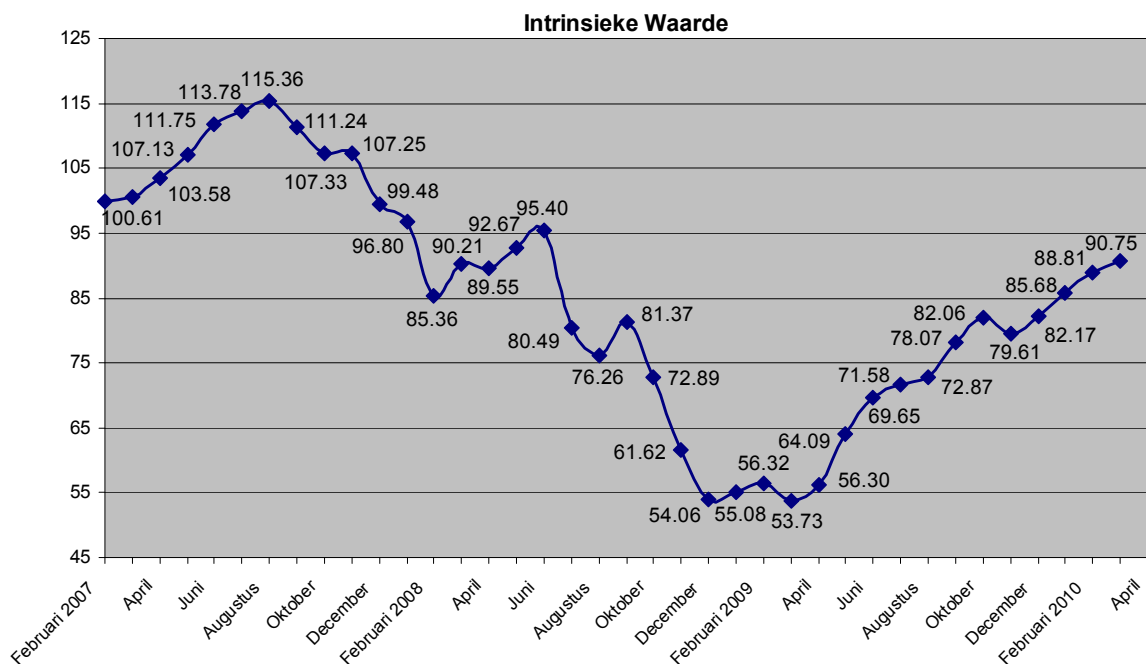
Per 26 februari 2010 was voor een bedrag van € 40,1 miljoen belegd in 19 ondernemingen. Per 1 maart 2010 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 39,1 miljoen, waarbij een debetpositie van 1,8% van de portefeuille bestaat.

De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties per 1 maart 2010 zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie	€ 90,75
Fondsvermogen	€ 39.142.925
Aantal uitstaande participaties	431.327

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											+5,92	-9,25



### Mutaties in de portefeuille

Het aantal mutaties was beperkt in februari. Het belang in **Smit Internationale** werd verkocht met een tevredenstellend resultaat. Nadat Boskalis haar bieding op Smit had verhoogd met het verwachte dividend van Smit over het boekjaar 2009 ten bedrage van € 2,75 per aandeel, hebben wij besloten tot verkoop over te gaan. Wij sluiten niet uit dat Boskalis onder druk van niet aanmeldende aandeelhouders Smit uiteindelijk alsnog tot verhoging van de bieding zal besluiten, maar menen dat een dergelijk hoger bod procentueel niet meer perspectief biedt dan het opwaartse potentieel van de overige deelnemingen. Het kleine belang in **Kendrion** werd met een neutraal resultaat verkocht. Wij menen dat de waardering van het aandeel in het licht van het aarzelende herstel van de economie voorsnog in voldoende mate het winstpotentieel op middellange termijn reflecteert. Wij namen enigermate winst op de positie in **Imtech**, nadat het aandeel een uitzonderlijk sterke performance in de verslagmaand registreerde.

Aan de koopzijde breidden wij de belangen in **BinckBank**, **Direct Wonen**, **LBI International**, **Sligro Food Group** en **UNIT4** enigermate uit. Uit herplaatsing werd een relatief klein belang in automatiseerder **Ordina** verworven.

### Bedrijfsnieuws

De definitieve resultaten over 2009 van technisch dienstverlener **Imtech** waren conform de in januari gecommuniceerde toonzetting. De opbrengsten namen met 12% toe van € 3.859 miljoen tot € 4.323 miljoen (autonoom +3%), terwijl de EBITA met 20% verbeterde van € 197,2 miljoen tot € 235,9 miljoen (autonoom +7%). De operationele marge steeg met 0,3% naar 5,8%. De orderportefeuille steeg op twaalf maandsbasis van € 4.514 miljoen naar € 4.748 miljoen, ofwel een toename van 5%. Imtech meldde tevens voor 2010 een verdere toename van de EBITA te verwachten door autonome groei en acquisities. Bovendien bleef de lange termijn doelstelling gehandhaafd: in 2012 worden opbrengsten ter grootte van € 5 miljard nagestreefd met een beoogde EBITA-marge van 6%. De prognose voor 2010 noopte analisten tot een opwaartse aanpassing van hun taxaties. De consensus was dat Imtech een lagere winst zou gaan realiseren in het lopende boekjaar op grond van de vermeende cycliciteit in het bedrijfsmodel. Nu dit aspect bij lange na niet die invloed blijkt te hebben op de bedrijfsvoering, worden niet alleen de winsttaxaties opwaarts aangepast, maar verandert de perceptie bij eindbeleggers eveneens. In plaats van een cyclisch gevoelige onderneming wordt Imtech meer en meer beschouwd als een groeifonds met een aantal unieke kenmerken om de sterke groei van de laatste jaren te kunnen voortzetten. In dit kader is het illustratief dat Imtech de orderportefeuille na 2010, bestaande uit lange termijn onderhoudscontracten, niet betreft in de communicatie. Volgens onze taxaties kan gerust nog eens ruim € 1 miljard worden toegevoegd aan de gemelde omvang van € 4.748 miljoen om de totale orderportefeuille te kwantificeren. Tegen deze achtergrond mag het geen verwondering wekken dat het opwaarts koerspotentieel van Imtech, ondanks een scherpe stijging van 14,5% in februari, nog altijd aanzienlijk is. Op basis van onze taxatie van de winst per aandeel 2010 van € 2,15 (2009: € 1,92) wordt tegen de huidige beurskoers van € 23,25 ruim 10,8 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Imtech betaald. De range van koersdoelen zoals die na opwaardering door analisten wordt gehanteerd, bedraagt € 24 tot € 29. Het voorgestelde (keuze)dividend per aandeel bedraagt € 0,64, zodat bij de huidige beurskoers het dividendrendement uitkomt op 2,8%.

Vaccinproducent **Crucell** rapporteerde recordresultaten over 2009. De bedrijfsopbrengsten stegen met ruim 26% van € 283 miljoen naar € 358 miljoen, terwijl het bedrijfsresultaat een toename vertoonde van € 7,4 miljoen naar € 39,0 miljoen (+425%). De winst per aandeel steeg met 55% naar € 0,34. Per ultimo 2009 bedroeg de beschikbare liquide positie € 428 miljoen, een direct gevolg van de strategische alliantie met Johnson & Johnson (J&J) die in september 2009 werd afgesloten. Onderdeel van deze alliantie was de verwerving door J&J van een 18%-pakket in Crucell, waarvoor € 20,63 per aandeel werd betaald. Crucell zal, conform de IFRS-regels, met ingang van dit boekjaar de komende vier jaar elk jaar een kwart van de door J&J betaalde premie boven de destijds geldende beurskoers (van circa € 16,-) als deferred income bij de resultaten optellen. Op basis van de huidige beurskoers van € 14,85 bedraagt de discount van het aandeel ten opzichte van de door J&J betaalde prijs ruim 28%. Deze onderwaardering laat zich verklaren uit de terughoudende prognose van Crucell voor 2010. Het management gaat namelijk uit van een met 2009 vergelijkbare omzet en dito resultaat. Deze prognose is mede het gevolg van de beslissing om de R&D-uitgaven dit jaar met ten minste één derde te verhogen. Het management is namelijk ontevreden over de resultaten van de R&D-inspanningen over de laatste jaren die voorsnog in onvoldoende mate hebben geleid tot commercieel succesvolle

eindproducten. Wij menen dat er over 2010 uiteindelijk wel een omzet- en resultatenstijging mogelijk zal zijn, op grond van:

- de waarschijnlijkheid van hoger dan verwachte verkopen van Quinvaxem, het zeer succesvolle vaccin tegen vijf kinderziektes;
- aanvullend nieuws over de strategische samenwerking met J&J, meer in het bijzonder met betrekking tot de drie nieuw te ontwikkelen vaccins en/of monoklonale antistoffen;
- het feit dat de US dollar ruim 5% hoger noteert tegen de euro, hetgeen gunstig is voor Crucell omdat er meer opbrengsten in US dollars zijn dan kosten;
- het feit dat in 2010 de vruchten zullen worden geplukt van het kostenbesparingsprogramma, waardoor de vaste kosten met € 30 miljoen zijn verlaagd.

Concluderend zijn wij van mening dat de winsttaxaties van Crucell in de loop van dit jaar waarschijnlijk opwaarts zullen worden aangepast. Daarnaast zou dit positieve winstmomentum kunnen worden versterkt door acquisities. Na de annonsering van de alliantie met J&J heeft de aandelenkoers uitgesproken negatief gepresteerd. Het heeft er alle schijn van dat in het restant van dit jaar deze underperformance zal worden ingelopen. Wij hebben voor Crucell de tweede positie in de portefeuille gereserveerd.

De internationale producent van bedrijfssoftware **UNIT4** heeft, ondanks de moeilijke marktomstandigheden, een succesvol 2009 achter de rug. De groepsomzet daalde vorig jaar met 4% van € 393,6 miljoen naar € 379,4 miljoen. Inclusief reorganisatielasten van € 5,6 miljoen steeg de EBITDA met 7% van € 70,1 miljoen naar € 75,1 miljoen. De EBITDA-marge vertoonde een stijging van 17,8% tot 19,8%. Het wereldwijde zwakke economische klimaat had vooral invloed op de licentie-inkomsten. Beslissingstrajecten duurden langer vanwege de verminderde bereidwilligheid en middelen om te investeren. De totale omzet uit licenties daalde over geheel 2009 met 16%, maar steeg over het vierde kwartaal van 2009 met 10%. Voor 2010 verwacht UNIT4 een stijgende licentieomzet, vooral in de private markt. Het afgelopen jaar stond voorts met name in het teken van interne maatregelen gericht op het bereiken van synergie. De integratie tussen CODA en UNIT4 is voorspoedig verlopen. Een belangrijk initiatief was de oprichting van FinancialForce.com samen met salesforce.com. In 2010 investeert UNIT4 verder in de sales en marketing van deze internationale online boekhoudoplossing. Zonder rekening te houden met de extra kosten in FinancialForce.com of eventuele overnames verwacht UNIT4 een autonome omzetgroei te realiseren van 4 à 5% naar circa € 400 miljoen. Volgens CFO Edwin van Leeuwen staat UNIT4 er met de huidige kostenstructuur beter voor dan ooit. Voor het lopende jaar wordt mede hierdoor weer gekeken naar acquisities, met name richting groeimarkten en synergetische functionaliteit, zoals HRM. Voor 2010 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,60 in lijn met de marktconsensus (2009: € 1,40). Tegen de huidige beurskoers van € 18,- wordt derhalve 11,3 maal de getaxeerde winst voor de aandelen UNIT4 betaald. De gemiddelde doelkoers in de markt ligt na publicatie van de meevallende cijfers op € 23,-. Zodoende kan het opwaarts koerspotentieel van UNIT4 op circa 28% worden berekend.

In 2009 steeg de gecorrigeerde netto winst van **BinckBank** met 22% naar € 78,1 miljoen. Deze stijging kwam voornamelijk door een stijging van het aantal rekeningen (+37%) en de daarbij behorende stijging van het aantal transacties (+34%). De bedrijfslasten stegen met 14%, mede door eenmalige lasten ten bedrage van € 3,3 miljoen die moesten worden genomen in verband met de faillissementen van Icesave, Indover en DSB Bank. Hiermee kwam de gecorrigeerde winst per aandeel op € 1,04, een stijging van 25% ten opzichte van 2008 (€ 0,83). Er wordt een slotdividend voorgesteld van € 0,31 per aandeel, waarmee het totale dividend per aandeel uitkomt op € 0,52, ofwel een pay out van 50%. Naar aanleiding van de behaalde resultaten heeft BinckBank nieuwe middellange termijn doelstellingen geformuleerd. Deze doelstellingen zijn, met uitzondering van het spaarvermogen, allen naar boven toe bijgesteld. Voor 2013 luiden de doelstellingen: een groei van het aantal beleggingsrekeningen in Nederland naar 330.000 (nu: 218.000), in België naar 90.000 (nu: 33.000) en in Frankrijk naar 80.000 (nu: 13.100). Daarnaast wordt gestreefd naar tien BPO-contracten (nu: twee), naar een beheerd spaarvermogen van € 1,5 miljard en naar € 15 miljard geadmistreerd vermogen. Uiteindelijk moet de realisatie van de doelstellingen ertoe leiden dat BinckBank de ambitie kan waarmaken om de grootste online bank voor beleggers van Europa te worden. De BinckBank formule van een

goed productaanbod in combinatie met bijzondere klantgerichtheid tegen een scherpe prijs slaat net als in Nederland en België ook aan in Frankrijk. Dit geeft het bestuur veel vertrouwen in de toekomst en in de mogelijkheden om het succesvolle business model in andere Europese landen uit te rollen. Wij taxeren voor 2010 een winst per aandeel van € 1,25, waarmee de aandelen BinckBank tegen de huidige beurskoers van € 13,25 op 10,6 maal deze winst worden verhandeld. Het dividendrendement bedraagt 3,9% en zal tentatief oplopen naar 4,7% over 2010. Wij zien op middellange termijn een upside van 32% in de beurskoers naar een niveau van € 17,50. Momenteel bekleedt BinckBank de zesde positie in de portefeuille.

Wij waren aanwezig bij een bedrijfspresentatie van Xennia Technology Ltd in London, een 75%-deelneming van **Koninklijke Ten Cate**. Xennia, opgericht in 1996, heeft een nieuwe inkjet technologie ontwikkeld voor industriële toepassingen die de komende jaren een significante impuls zal gaan geven aan Ten Cate's omzet en netto winst. In essentie is Xennia een technologie-gerichte investering van Ten Cate. Door toepassing van deze technologie zal het aanzicht van de textielindustrie de komende jaren revolutionair gaan veranderen. Het zal Ten Cate in staat stellen internationaal de positie van *cost leader* te verwerven. In de presentatie werd gesproken van een kostenvoordeel van ten minste € 10 miljoen op jaarbasis voor business unit Ten Cate Advanced Textiles door een verbetering van de geleverde kwaliteit en een forse vermindering van energie- en waterbehandelingskosten. Het business model van Xennia zal eruit bestaan dat het de waterdicht gepatenteerde technologie in de vorm van technologisch afgeronde modules ter beschikking zal stellen aan streng geselecteerde "Blue Chip" OEM partners die op hun beurt weer toegang hebben tot de belangrijkste klanten in de markt. De markten die Xennia bedient en/of gaat bedienen zijn naast de textielindustrie, die van product decoratie (b.v. mobiele telefoons), electronica, solar panels, biotechnologie en medische diagnostiek. In alle gevallen wordt een superieure kwaliteit van het geleverde product gecombineerd met aanzienlijk lagere productiekosten en een snellere productietijd. Last but not least wordt het milieu aanzienlijk minder belast dan thans het geval is door in feite verouderde industriële productietechnieken. Over 2009 droeg Xennia reeds in bescheiden mate bij aan de winst van Ten Cate, in hoofdzaak omdat een gedeelte van de researchkosten wordt gefinancierd door subsidies van Europese fondsen. Met ingang van 2011 verwachten wij een redelijke bijdrage van Xennia aan Ten Cate's omzet en netto resultaat, maar vanaf 2012 zal dit effect geleidelijk steeds sterker gaan worden. Het management van Ten Cate gaf als projectie een omzet van Xennia van GBP 300 tot 400 miljoen in 2015 – 2017. Daaraan gekoppeld passen operationele marges van ten minste 10%. Op basis van voorzichtige aannames kan de waarde van Ten Cate's deelneming in Xennia momenteel worden getaxeerd op € 3,50 à 4,00 per aandeel. Wij zullen in een later stadium in een specifieke Investment Case van Ten Cate nader ingaan op de merites van Xennia. Wel is nu al duidelijk dat de huidige beurskoers van Ten Cate van € 19,- op geen enkele manier de waarde van het belang in Xennia verdisconteert. Momenteel bekleedt Ten Cate de zevende positie in onze portefeuille.

**LBI International**, de digitale marketing en technology agency, kondigde een fusie aan met het niet genoteerde Obtineo. Door de fusie ontstaat het grootste Europese digitale marketing & technology agency met ruim 1.800 werknemers in 15 landen. Obtineo is feitelijk de combinatie van Bigmouthmedia, de grootste search engine marketing (SEM) specialist in Europa en een pool van € 40 miljoen die beschikbaar is voor de verdere wereldwijde expansie van de fusiepartners. Op basis van de beurswaarde van LBi vóór de aangekondigde fusie van circa € 93 miljoen lijken beide partijen overeenstemming te hebben bereikt over de fusievoorwaarden. Deze luiden: aandeelhouders LBi zullen na de fusie 51% van de aandelen in de combinatie houden, de vroegere aandeelhouders van Bigmouthmedia zullen een 25%-belang controleren, terwijl de resterende 24% zal worden gehouden door de verschaffers van de € 40 miljoen investeringsruimte. Dit laatste bedrag zal overigens worden aangevuld met een additionele € 10 miljoen die in de vorm van een, reeds volledig door Obtineo-aandeelhouders Carlyle, Cyrte en Janivo gegarandeerde, claimemissie per juli a.s. tegen een uitgiftekoers van € 1,- per aandeel op de markt zal worden gebracht.

LBi rapporteerde tevens de resultaten over het vierde kwartaal van 2009. De netto omzet in deze periode bedroeg € 34,6 miljoen, een stijging van 2,4% ten opzichte van het derde kwartaal 2009. De aangepaste EBITDA in 2009 Q4 bedroeg € 5,0 miljoen, waarmee de EBITDA-marge op 14,4% uitkwam. Er werd een sterke progressie geboekt in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Daarentegen waren er zwakke resultaten in Centraal en Zuid Europa. Voor deze laatste markten verwacht het management een herstel in het lopende boekjaar. Over geheel 2009 boekte LBi een omzet van € 137,5 miljoen, een daling van 14,3% ten opzichte van 2008 (€ 160,4 miljoen). De daling van de

aangepaste EBITDA bedroeg 10,6% van € 19,9 miljoen naar € 18,1 miljoen, zodat een hogere EBITDA-marge van 13,1% werd gerealiseerd (2008: 12,4%). Het netto resultaat over 2009 kwam uit op een verlies van € 68,9 miljoen (winst 2008: € 9,5 miljoen), hetgeen het gevolg was van een impairment voor eerder betaalde goodwill.

Voor 2010 gaan wij uit van een terugkeer naar een winstgevende exploitatie. Vooralsnog hanteren wij een winst per aandeel van € 0,20 voor 2010, waarmee de aandelen LBi International op een bescheiden multiple van 6,8 maal de getaxeerde winst worden verhandeld.

Op- en overslagbedrijf **HES Beheer** meldde dat het genormaliseerde netto jaarresultaat over 2009 (exclusief bijzondere baten en lasten) rond € 16,7 miljoen zal uitkomen, bijna 24% hoger dan 2008 (€ 13,5 miljoen). Het netto resultaat zal naar verwachting met 16% verbeteren tot € 16,7 miljoen (2008: € 14,4 miljoen). De laatste prognose van de directie dateerde van 9 december 2009 toen werd gemeld dat het genormaliseerde resultaat van 2008 met tenminste 10% zou worden overtroffen. De winstverwachting werd naar boven bijgesteld vanwege bovengemiddeld goede operationele resultaten in december. De winst per aandeel 2009 komt uit op € 1,91 (2008: € 1,64), waaruit naar verwachting een contant dividend van € 0,95 zal worden betaald – 50% pay out. Voor 2010 hanteren wij een winst per aandeel van € 2,10, een toename van 10% ten opzichte van het resultaat van 2009. Tegen de huidige beurskoers van € 23,40 wordt aldan 11,1 maal de getaxeerde winst voor de aandelen HES Beheer betaald en bedraagt het dividendrendement 4,1% op basis van onze eerder vermelde dividendprognose. Het minder liquide aandeel HES Beheer steeg in de verslagmaand 7,3% in koers en was daarmee het op drie na best presterende aandeel van de portefeuille in februari.

De N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** heeft het jaar 2009 afgesloten met een bescheiden winst van € 1,1 miljoen (2008: € 13,9 miljoen). De winst per aandeel kwam uit op € 0,16 (2008: € 2,06). Het jaar 2009 kenmerkte zich door een forse terugval van de vraag in veel van de deelmarkten waarop Nedap actief is en daarmee ook tot een vermindering van de opbrengsten. De opbrengsten daalden van € 143,0 miljoen in 2008 naar € 115,2 miljoen in 2009, een daling van 19,4%. De reorganisatiekosten – die grotendeels in de tweede helft van het jaar vielen – bedroegen in totaal € 4,7 miljoen en leiden naar verwachting tot structurele besparingen van ruim € 2 miljoen op jaarbasis. De solvabiliteit bleef met 44% onverminderd sterk. Deze sterke solvabiliteit in combinatie met de vooruitzichten maakt het mogelijk om bijna de gehele winst uit te keren. Het voorgestelde dividend is daarom vastgesteld op € 0,14 per aandeel (2008: € 1,85), een contante uitkering van bijna 90%. De voornaamste terugval in opbrengsten werd geregistreerd in de marktgroepen Agri, Power Supplies en Specials. De opbrengsten van de belangrijke marktgroep Agri (automatisering, beheer- en informatiesystemen voor de melkvee- en varkenshouderij) daalden aanzienlijk ten opzichte van het uitstekende jaar 2008. In 2007 en 2008 profiteerde Agri nog sterk van de investeringsgolf in vooral de melkveehouderij. De economische crisis en lage melk- en varkensprijzen resulteerden in 2009 echter in duidelijk minder investeringen in de sector. De groepen Power Supplies (elektronische besturingen gebaseerd op vermogenslektronica voor o.a. licht, kantoorautomatisering, medische scanapparatuur, autonome energiesystemen) en Specials (elektronische besturingen voor home comfort en car comfort, alsmede aansluitmateriaal voor telecom) werkten in 2009 nog bijna volledig als klassieke toeleveranciers met een relatief grote afhankelijkheid van klanten. Nedap heeft al eerder besloten deze afhankelijkheid versneld te verminderen door eigen productielijnen te introduceren en de commerciële activiteiten vooral daarop te richten. Op dit moment wordt gewerkt aan productielijnen voor energie- en lichtbesturingssystemen. De eerste nieuwe producten zijn in het najaar van 2009 op de markt gebracht. De overige belangrijke marktgroepen, Security Management, AVI (Automatische Voertuig Identificatie) en Retail Support, wisten hun opbrengsten goed te handhaven. Al met al was het resultaat over de tweede helft van 2009 beter dan verwacht. Bedroeg de daling van de operationele winst in de eerste zes maanden nog ruim 83%, deze was in de tweede jaarhelft al geslonken tot 53%, waarbij is gecorrigeerd voor reorganisatiekosten. Wij voorzien voor 2010 een behoorlijk resultatenherstel tot € 1,75 per aandeel, overeenkomend met een netto resultaat van € 12 miljoen. Hiervan kan bij een pay out van 90% een contant dividend van € 1,57 worden uitgekeerd. Tegen de huidige beurskoers van € 17,- wordt aldus 9,7 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Nedap betaald en bedraagt het getaxeerde dividendrendement 9,2%.

De resultaten over 2009 van **Amsterdam Commodities** (Acom) blijken, als gevolg van een uitstekend vierde kwartaal, aanzienlijk beter te zijn dan eerder werd voorzien. Nadat de prijzen van agri commodities ongekend sterk waren gedaald in de periode augustus 2008 – maart 2009 volgde nadien een sterk technisch herstel, waardoor de

prijzen van veel commodities inmiddels weer rond hun topniveaus noteren. Deze scherpe prijsbeweging creëerde een uitstekend handelsklimaat voor Acomo en haar dochterondernemingen. Per saldo werd 2009 afgesloten met een licht lagere omzet, maar kwam de netto winst uit boven € 10 miljoen (2008: € 8,7 miljoen), waarmee 2009 een recordjaar was voor Acomo. De exacte resultaten worden op 16 april gepresenteerd. Op basis van een getaxeerde winst van € 10,2 miljoen komt de winst per aandeel uit op € 0,62 (2008: € 0,54), waaruit een contant dividend van € 0,40 kan worden uitgekeerd uitgaande van een onveranderde pay out van 65%. Tegen de huidige beurskoers van € 5,60 wordt aldus 9 maal de gerealiseerde winst betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 7,1%. Voor 2010 gaan wij vooralsnog uit van een stabiel tot licht hoger resultaat, omdat de volatiliteit van agri commodity prijzen in de loop van dit jaar vermoedelijk zal afnemen. Wij houden echter rekening met de positieve impact van een mogelijke acquisitie. Zie verder onze recent gepubliceerde Investment Case inzake Acomo.

Direct Wonen Vastgoed, onderdeel van **Direct Wonen N.V.**, sloot een overeenkomst met ING Dutch Residential Fund inzake de aankoop van drie woontorens – met daarin 170 huurappartementen – in de Apeldoornse wijk De Mheen. Deze aankoop vormt voor Direct Wonen Vastgoed de start van de tenuitvoerlegging van de aangepaste bedrijfsstrategie. Naast het investeren in nieuwbouwprojecten richt Direct Wonen Vastgoed zich nu tevens op het verwerven van bestaande complexen.

Daarnaast tekende Direct Wonen een intentieverklaring met de toonaangevende fondsenaanbieder Annexum met betrekking tot het aanbieden van woningbeleggingsproducten aan de particuliere belegger. Een eerste te plaatsen woningfonds is momenteel in ontwikkeling. Annexum richt zich binnen het samenwerkingsverband op de structurering en plaatsing van de woningfondsen en Direct Wonen concentreert zich op de verwerving, verhuur en verkoop van de woningen. De bedrijven ontfermen zich samen over het beheer van de objecten. In eerste instantie worden de fondsen opgebouwd uit bestaande en courante woningen in de prijsklasse tot € 250.000,-. De woningen zijn met name gesitueerd in of rondom de grote steden van Nederland.

Met beide initiatieven versterkt Direct Wonen haar winstpotentieel op middellange termijn. Direct Wonen heeft een prominente positie binnen de Nederlandse huizenmarkt met meer dan 5,3 miljoen unieke bezoekers op de website en 542.000 geregistreerde woningzoekenden per jaar. Wij voorzien voor het lopende jaar een behoorlijk winstherstel (tussen 25 à 50%) in vergelijking met het overgangsjaar 2009, waarvan de resultaten binnenkort definitief zullen worden gerapporteerd. De (illiquide) aandelen Direct Wonen noteren op de Alternative Investment Market (AIM) in Londen thans op 25,5 pence, ruim 46% onder hun zichtbare intrinsieke waarde.

De jaarcijfers van **Aalberts Industries** waren conform de marktconsensus. De marges bij Flow Control hielden zich opmerkelijk goed in de recessie, terwijl de terugval in de andere divisie, Industrial Services, zoals verwacht sterker was. Nadere analyse van de zijde van analisten zorgde voor een toegenomen enthousiasme ten aanzien van de ontwikkelingen in het lopende boekjaar. De aanzienlijk lagere reorganisatielasten (2009: € 15 miljoen), toegenomen schaalvoordelen uit *cross selling*, een gestage stroom van productintroducties en een uiterst strak middelenbeheer vormen de basis voor de kracht van Aalberts Industries. Wij voorzien daarnaast een positieve bijdrage van één of meer acquisities in 2010, welke overigens niet noodzakelijk gepaard behoeven te gaan met een (partiële) aandelenuitgifte. Topman Jan Aalberts betitelde de solvabiliteit van de groep (eind 2010 tegen 50% bij ongewijzigd beleid!) als 'belachelijk hoog'. Derhalve zullen kleinere overnames, die bij uitstek van toepassing zijn bij Industrial Services, uit de cashflow worden gefinancierd in combinatie met vreemd vermogen. Slechts ingeval een grotere acquisitie in Flow Control plaatsvindt, zal naar onze mening een aandelenuitgifte aan de orde zijn. Wij taxeren voor 2010 een winst per aandeel van € 0,85 (2009: € 0,51), waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 11,- een multiple van bijna 13 doen. Daarmee lijkt vooralsnog sprake te zijn van een voldoende waardering, maar lijkt de verrassing toch te kunnen liggen aan de bovenkant, zodra de economie in de loop van dit jaar verder aantrekt. Vandaar dat het gemiddelde koersdoel van analisten opwaarts is bijgesteld naar € 14,-, hetgeen een opwaarts koerspotentieel van ruim 27% impliceert.

Financieel detacheerder **DPA Group** versterkte haar marktpositie en optimaliseert haar efficiency door middel van een fusie met WR Leading in Finance. De overnamesom bedraagt 7,34 miljoen aandelen DPA plus een bedrag van € 11,4 miljoen in contanten. In het kader van deze transactie valt een emissie van in totaal € 16,4 miljoen, waarvan € 11,4

miljoen in een private placement aan Project Holland Fonds ter financiering van het cash gedeelte van de overname en een door Project Holland Fonds gegarandeerde emissie van € 5 miljoen voor terugbetaling van een eerder door grootaandeelhouders verstrekte lening (€ 3 miljoen) en werkkapitaal financiering (€ 2 miljoen). Alle aandelen worden uitgegeven tegen € 2,85 per aandeel, ofwel rond de beurskoers zoals die gold vlak voor de annoncering van de fusie. DPA zal de voorgenomen transactie en de uitgifte van aandelen ter goedkeuring voorleggen aan de aandeelhouders op de AvA van 22 april a.s. Ruim 60% van de aandeelhouders van DPA heeft zich reeds gecommitteerd aan de transactie en de uitgifte van aandelen.

Voor DPA is deze uitkomst een geschenk uit de hemel. Het jaar 2009 is desastreus verlopen. Op basis van voorlopige cijfers werd een operationeel verlies van circa € 4,6 miljoen geleden op een omzet van ruim € 51 miljoen (-27% ten opzichte van 2008). WR Leading in Finance, opgericht in 1989, heeft zich gespecialiseerd in financiële en accountancy dienstverlening. WR is uitgegroeid tot één van de grotere detacheerders van finance professionals in Nederland. Over 2009 behaalde WR een omzet van € 19,5 miljoen en een EBITDA-marge van 18%. Over 2008 was de omzet van WR € 44 miljoen en de EBITDA-marge 21%. Naar verwachting zal 2010 een overgangsjaar worden waarin het bereiken van (voldoende) winstgevendheid van de combinatie centraal zal staan. Wij houden slechts een gering belang in DPA Group dat vooralsnog zal worden aangehouden.

#### Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Imtech	11,3%
Crucell	9,6%
Brunel International	8,9%
UNIT4	8,8%
Hunter Douglas	7,7%
BinckBank	7,5%
Koninklijke Ten Cate	7,3%
Neways Electronics International	5,2%
LBi International	4,8%
HES Beheer	4,5%
Overige 9 ondernemingen	26,2%
Liquiditeiten en overige	-1,8%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

#### Vooruitzichten

De eerste week van maart werd gekenmerkt door aantrekkende aandelenmarkten. Toch blijft de ondertoon in financiële markten onzeker en zijn de omzetten ter beurse bepaald laag te noemen. De ondernemingen in onze portefeuille onderscheiden zich in positieve zin. De top-10 van onze portefeuille zal naar verwachting, een enkele uitzondering daargelaten, in 2010 recordresultaten gaan realiseren. Wij voorzien dan ook een geleidelijke verdere stijging voor de onderliggende waarden, onder het voorbehoud van het uitblijven van al te sterke externe verstoringen. Het sentiment in de markt zal de komende maanden daarbij worden ondersteund door een verdere toename van de liquiditeit als gevolg van de uitkering van dividenden door ondernemingen.

<sup>1</sup> 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, 10 maart 2010