

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2010

Inleiding

Na de flauwe augustusmaand was september een uitstekende maand voor aandelenmarkten. Een sterke economische groei in Noordwest-Europa onder aanvoering van de Duitse exportmotor en een steeds sterkere fusie- en overnameactiviteit lagen aan de goede stemming ten grondslag. De AEX-index steeg in de verslagmaand met 5,7% tot 334,39. De Amsterdam Midkap Index klom zelfs 11,3% naar 565,93, terwijl de Amsterdam Small Cap Index achterbleef met een toename van slechts 1,8% op 464,57. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg met 16,0% van € 23,35 naar € 27,09, een recordstijging op maandbasis in de geschiedenis van het fonds. De geïndiceerde bieding van Johnson & Johnson op Crucell droeg voor ongeveer 7% bij aan deze stijging. Year-to-date bedraagt de waardeverandering 26,5%.

Per 1 oktober 2010 was voor een bedrag van € 47,4 miljoen belegd in 18 ondernemingen. Op die datum bedroeg de portefeuilleomvang € 46,0 miljoen, waaruit volgt dat er een debetpositie van 3,0% bestond.

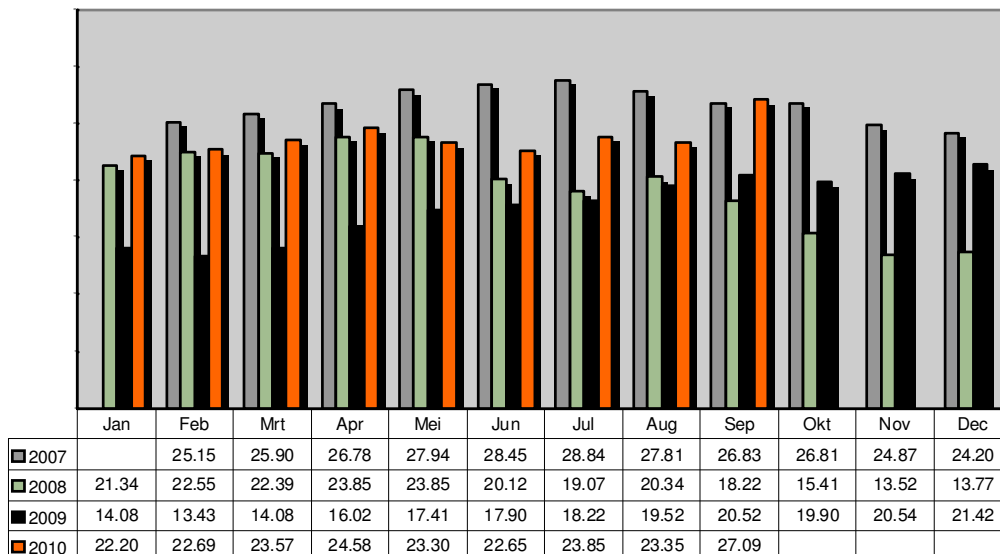
De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 oktober 2010 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 26,95
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 27,09
Fondsvermogen	€ 45.955.507
Aantal uitstaande aandelen	1.696.530

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	-2,1	+16,0				+26,47	+8,36

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



Mutaties in de portefeuille

De belangen in **ASM International**, **Beter Bed Holding**, **Hunter Douglas**, **LBI International**, **Telegraaf Media Groep**, **TKH Group** en **UNIT4** werden verder uitgebreid. Daarnaast maakten wij gebruik van de inschrijfrechten in LBI om onze positie in het digitale marketingbedrijf relatief op peil te houden. LBI neemt thans de vijfde positie in de portefeuille in. Wij vergrootten de positie in **Nedap** met 55% tot de zevende positie in de portefeuille. Nedap staat aan de vooravond van een krachtig omzet- en winstherstel, waarop de beurskoers nog niet of nauwelijks heeft geanticipeerd – year-to-date: +3%.

Als gevolg van de bieding van Johnson & Johnson op **Crucell** hebben wij de shortpositie in de puts Crucell december 16 met een mooie winst gesloten, terwijl wij een long positie in puts Crucell november 17 hebben opgenomen. In het geval de bieding onverhoopt geen doorgang mocht vinden, hebben wij zodoende enige bescherming tegen een alsdan te verwachten koersdaling ingebouwd. Het resterende belang in **BinckBank** werd verkocht. Wij houden er rekening mee dat de taxaties van analisten ten aanzien van de resultaten voor het komende halfjaar te hoog zijn en menen dat er dientengevolge een behoorlijk neerwaarts risico in aandelen BinckBank aanwezig is.

Bedrijfsnieuws

Op vrijdag 17 september jl. verraste farmaciegigant Johnson & Johnson (J&J) met een cashbieding van € 24,75 per aandeel op de Leidse vaccinproducent **Crucell**. Vooral de geboden premie van 58% op de laatst gedane beurskoers vóór de aankondiging van € 15,70 sprak menigeen tot de verbeelding. Veel analisten en beursvolgers spraken zelfs van een knock out bod. Nadere analyse van het Crucell-dossier leidt echter tot een ander oordeel. De door J&J voorgestelde overnameprijs weerspiegelt – geschoond voor speciale effecten – feitelijk slechts een bescheiden premie van 13%.

De analyse kan als volgt worden geschetst:

- Een jaar geleden, op 28 september 2009, sloten Crucell en J&J een strategische overeenkomst die primair was gericht op het ontwikkelen van een universeel griepvaccin. Daarnaast werd medegedeeld dat gezamenlijk zou worden gestreefd naar de ontwikkeling van nog vier nader te benoemen nieuwe vaccins en/of antilichamen. In het kader van deze strategische alliantie betaalde J&J een bedrag van € 301,8 miljoen voor een belang van 17,9% in Crucell. Hiervoor werden ruim 14,6 miljoen nieuwe aandelen uitgegeven tegen een koers van € 20,63 per aandeel. Destijds betekende dit een premie van ruim 34% boven de slotkoers vóór de aankondiging van de samenwerking. Met deze transactie 'kocht' Crucell een jaar geleden als het ware een onafhankelijke toekomst. Met de ruime financiële opbrengst van de transactie kon het management naar eigen inzicht een aantal projecten versneld in gang zetten en hoefde het niet langer bepaalde (investerings)beslissingen uit te stellen naar de toekomst vanwege een kwetsbare financiële structuur. Kortom, de slagkracht van Crucell was als gevolg van de strategische alliantie fors toegenomen.
- Op 17 september 2010 biedt J&J € 24,75 per aandeel in cash voor de 82% van de aandelen (67 miljoen stuks) die zij nog niet in bezit heeft. Tegenwaarde: € 1,658 miljard.
- De verwachte netto kaspositie van Crucell, dat is de som van aanwezige liquiditeiten minus de schuld, zal naar onze schatting per jaarultimo 2010 circa € 450 miljoen (30 juni 2010: € 358 miljoen) bedragen, ofwel € 5,50 per aandeel.
- Dan zijn er nog twee deelnemingen die door J&J na aankoop verkocht zouden kunnen worden ter financiering van de overname: een 5%-pakket in Galapagos met een tegenwaarde van circa € 15 miljoen en een belang van 11,3% in AdImmune. Deze Taiwanese vaccinproducent zal naar verwachting binnenkort een beursnotering verkrijgen. Wij taxeren een tegenwaarde van dit belang van circa € 50 miljoen, waarmee de benaderde waarde van beide deelnemingen op € 65 miljoen komt, overeenkomend met € 0,80 per aandeel.
- De gecorrigeerde, lees: werkelijke, verkrijgingsprijs komt hiermee op € 301,8 miljoen + € 1,658 miljard - € 450 miljoen - € 65 miljoen = € 1,445 miljard, ofwel € 17,69 per aandeel Crucell. Ten opzichte van de slotkoers van donderdag 16 september een premie van slechts 13%.

Wanneer de bieding van J&J werkelijk een knock out karakter zou hebben, dienen ook de lange termijn perspectieven van Crucell op waarde te worden geschat. Wij maken in dit kader de volgende inventarisatie:

- De voornoemde strategische alliantie van Crucell en J&J heeft volgens Crucell-CEO Ronald Brus een potentiële waarde van ruim € 1 miljard.
- Crucell heeft op de laatste jaarvergadering (4 juni jl.) aangegeven dat de omzet de komende drie tot vijf jaar op autonome basis met € 400 miljoen kan toenemen en zodoende kan verdubbelen naar circa € 800 miljoen.
- Deze organische omzetgroei vindt langs vier lijnen plaats: (1) de zelfstandige distributie van de reizigersvaccins in verschillende landen (2) de introductie van reizigersvaccin Epaxal in de Verenigde Staten (3) AdImmune zal de antistoffen voor griepvaccin Inflexal tegen gunstiger voorwaarden gaan leveren en capaciteitsprobleem oplossen (4) groei in emerging markets (met name China).
- Deze groeistrategie zal de omzetmix verbeteren en de brutomarge fors verhogen. Nu is de afhankelijkheid van kindervaccin Quinvaxem nog erg groot, maar deze zal de komende jaren afnemen, terwijl de brutomarge hierdoor zal kunnen stijgen van 40% naar circa 50%.
- Volgens Crucell-CEO Ronald Brus heeft de huidige productenpijplijn (exclusief J&J alliantie) een potentiële waarde van meer dan € 1 miljard.
- Nieuwe additionele orders van Unicef voor Quinvaxem zijn aannemelijk nu Shantha Biotechnics onlangs door de WHO van de kwalificatielijst is gehaald. Shantha slaagde er niet in de juiste kwaliteit vaccins te leveren, waardoor Crucell's Quinvaxem nu min of meer een monopoliepositie in de levering bezit – niet alleen op basis van kwaliteit, maar ook vanwege de beschikbare productiecapaciteit. In maart kreeg Crucell al een extra order ter waarde van \$ 110 miljoen ter vervanging van het Shantha-aandeel. De totale waarde van Quinvaxem-orders van Unicef vanaf 2007 bedraagt inmiddels \$ 910 miljoen. Hiermee is Crucell wereldmarktleider met een marktaandeel van ongeveer 50%.
- In juni maakte Crucell een transactie met Sanofi Pasteur bekend, waarbij Crucell volledig eigenaar werd van de Flucell (griepvaccin) licentie/technologie in ruil voor het handhaven van een licentie die Sanofi-dochter Shantha Biotechnics in het verleden met Crucell was overeengekomen en die Shantha nodig heeft voor de productie van haar kindervaccin Shan5. Naar verwachting zal de Flucell technologie worden ingebracht in de alliantie met J&J.
- Een nog niet geactiveerd compensabel verlies van ruim € 180 miljoen per ultimo 2009. De geschatte netto contante waarde hiervan bedraagt circa € 45 miljoen.

Het moge duidelijk zijn dat het lange termijn potentieel van Crucell niet op adequate wijze wordt weerspiegeld in de geïndiceerde bieding van J&J. De grootste Crucell-aandeelhouder nà J&J, vastgoedbelegger Van Herk (10%-belang), heeft zich in soortgelijke bewoordingen ('te vroeg, te mager') geuit en ook Delta Lloyd Asset Management (circa 5% belang) heeft te kennen gegeven haar aandelen nog niet aan te bieden.

Vooralsnog wachten wij het volgende bericht van de betrokken partijen af. Wij zijn vooral benieuwd naar het door J&J genoemde percentage van de aandelen Crucell die moeten worden aangemeld, wil J&J haar bieding gestand doen. Onder normale omstandigheden is dit 95%, maar de laatste jaren zijn vaak ook lagere percentages voorgesteld. In een dergelijke situatie is de onderhandelingspositie van kleinere aandeelhouders niet te benijden, omdat er altijd een zogenaamd 'uitrookrisico' bestaat. Daarnaast neemt de verhandelbaarheid van de aandelen af, hetgeen een negatief effect op de koersvorming sorteert. Daartegenover staan ook voor de overnemende partij een aantal nadelen. Denk aan de noodzaak tot handhaving van de beursnotering, het uitbrengen van persberichten, etc.

Vanuit de thans beschikbare kennis zijn wij niet voornemens onze aandelen Crucell aan te bieden onder de geïndiceerde voorwaarden. Wij menen dat een werkelijke knock out bieding een premie van tenminste 25% boven de nu geïndiceerde prijs zou moeten opleveren. De zakken van de biedende partij, J&J, zijn hiervoor diep genoeg met een kaspositie van ruim \$ 18 miljard per medio 2010. De niet geringe ambities van de Amerikaanse grootmacht om een prominente rol te gaan spelen in de internationale vaccinmarkt rechtvaardigen onzes inziens een hogere exit-prijs voor de grootste onafhankelijke vaccinproducent ter wereld.

** Vanochtend 6 oktober heeft Johnson&Johnson een officiële bieding (openbaar bod) uitgebracht op alle uitstaande aandelen Crucell die zij nog niet in bezit heeft van € 1,75 mrd, ofwel € 24,75 cash per aandeel Crucell. Zoals in bovenstaande staat beschreven zijn wij van mening dat de geboden premie niet de juiste waarde van de onderneming weerspiegelt. Wij zullen dan ook de aandelen Crucell vooralsnog niet aanmelden.*

Technisch dienstverlener **Imtech** meldde twee overnames. In Turkije werd de maritieme technische dienstverlener Elkon overgenomen. Met 200 medewerkers realiseert Elkon op jaarbasis opbrengsten van ruim € 15 miljoen. Met de acquisitie van Elkon zet Imtech een vervolgstap in de internationalisering van haar maritieme activiteiten. Turkije ontwikkelt zich snel tot een belangrijk centrum voor nieuwbouw van schepen, waarbij schepen steeds groter en complexer worden. Hierdoor neemt de behoefte aan hoogwaardige maritieme technologie toe. Dit biedt kansen om het technologische diensten- en servicepakket van Imtech via Elkon in zijn volle omvang op de Turkse markt aan te bieden. Daarnaast kan Elkon ook technologische oplossingen en diensten naar aan Turkije gelieerde landen exporteren. Imtech CEO René van der Bruggen: *“Met Elkon halen we een groeibriljant in huis.”* In Finland nam Imtech technisch dienstverlener LIT (LIT Lännen Ilmateknikka Ltd) over. Met circa 25 medewerkers realiseert LIT jaarlijkse opbrengsten van ruim € 3 miljoen. Zoals bekend streeft Imtech naar een sterke positie in Scandinavië. Van der Bruggen: *“Onlangs is met de overname van NEA (2.200 medewerkers en verwachte opbrengsten van circa € 270 miljoen in 2010) de positie van Imtech in Zweden en Noorwegen aanzienlijk verstevigd. Thans werken we aan verdere positieverbetering in Finland. Door de acquisitie van LIT neemt onze schaalgrootte en dienstenpakket in Finland verder toe, vooral op de groeiende energiemarkt. Technologisch gezien kunnen we met LIT in Finland een hogere toegevoegde waarde leveren aan een breder klantenbestand. Een prima basis voor verdere groei. Ook in de nabije toekomst kunnen van Imtech in Finland verdere acquisities worden verwacht.”* Beide overnames zullen direct bijdragen aan de winst per aandeel. Wij handhaven vooralsnog onze taxaties van de winst per aandeel op € 2,10 voor 2010 (2009: € 1,92) en op € 2,50 voor 2011. Tegen de huidige beurskoers van € 22,80 wordt 9,1 maal de verwachte winst 2011 voor aandelen Imtech betaald. Het gemiddeld koersdoel in de markt ligt met € 28,- ruim 22% hoger.

Bedrijfssoftware leverancier **UNIT4** maakt een sterke groei door in Zuidoost-Azië. In de eerste helft van 2010 stegen de licentie- en service-inkomsten in Zuidoost-Azië met 36% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. UNIT4 Asia verkocht tot voor kort alleen de financiële managementoplossingen van CODA. Onlangs is ook Agresso ERP door UNIT4 Asia op de lokale markt gebracht. Bij deze introductie is meteen een handtekening gezet onder het contract voor de eerste Agresso Business World klant: scheepvaart specialist Pacific Carriers Limited. De scheepvaart, logistiek en financial services zijn al langere tijd belangrijke sectoren voor UNIT4 Asia, omdat het sectoren zijn waarin bedrijven vaak te maken hebben met organisatorische en wettelijke veranderingen. Andere nieuwe klanten voor UNIT4 Asia zijn onder andere: JB Ugland Shipping Singapore Pte Ltd, Toyota Capital Malaysia Sdn Bhd, Goodwood Park Hotel en Labuan Reinsurance (L) Ltd. Singapore en Maleisië zijn op dit moment de belangrijkste markten en met name in Singapore werd een recordgroei gerealiseerd. UNIT4 verwacht ook in het komende halfjaar nog grote vooruitgang te boeken in Zuidoost-Azië. Met name in Indonesië voorziet UNIT4 grote stappen te kunnen maken. Volgens CEO Chris Ouwinga zal Azië een strategische rol spelen bij de internationale ontwikkelingen van UNIT4: *“De markten in Singapore en Maleisië herstellen zich sneller dan de andere landen in Zuidoost-Azië en we zien dan ook mogelijkheden om onze activiteiten in de regio uit te breiden en ons aanbod te optimaliseren. Veel organisaties kiezen ervoor om te investeren in nieuwe bedrijfssoftware waarmee effectief geanticipeerd kan worden op de moeilijke en veranderende marktcondities.”*

Met een koersstijging van 14,5% was het aandeel UNIT4 de op drie na sterkste stijger in de portefeuille in september. Deze hogere beurskoers heeft alles te maken met de oplevende M&A-interesse in de internationale bedrijfssoftware-sector. In augustus werd de Italiaanse sectorgenoot Teamsystem gekocht door private capitalist HG Capital voor € 565 miljoen, ofwel 11,3 maal EV/EBITDA. Eind september kocht KKR een belang van 77% in de Noorse softwareproducent VISMA van HG Capital tegen een waardering van 11,7 maal EV/EBITDA. Ter vergelijking, voor aandelen UNIT4 wordt tegen de huidige beurskoers van € 20,- circa 7,5 maal de getaxeerde EV/EBITDA voor 2010 betaald.

Wij waren aanwezig bij een bedrijfspresentatie van digital marketing agency **LBI International**. De volgende punten geven een aardige samenvatting van de content die LBI momenteel te bieden heeft:

- Na de fusie met search engine provider Bigmouthmedia heeft LBI haar toonaangevende positie als de nummer 1 in de Europese markt (UK, Nederland, Nordics en Duitsland) verder versterkt. LBI telt thans 1.600 medewerkers in 14 landen met het hoofdkantoor in Amsterdam.
- LBI is volgens CEO Luke Taylor nu goed gepositioneerd om optimaal te kunnen inspelen op veranderingen in de verschillende markten en zich aandienende nieuwe trends.
- LBI heeft een uniek geïntegreerd platform ontwikkeld, waarvandaan meerdere diensten naar de verschillende geografische markten kunnen worden uitgerold.
- Sinds zijn aantreden in 2008 is onder leiding van Taylor een geleidelijke transformatie en stroomlijning van de organisatie doorgevoerd. Hierbij is het management in 14 van de 16 landen vervangen. Deze fase is nu afgerond. Vanaf het derde kwartaal van dit jaar moeten omzet en resultaat van LBI bovengemiddeld gaan groeien. Dit zal voor een groot deel worden gerealiseerd door een substantieel betere Europese performance. In deze regio ligt de operationele marge met 11,4% in de eerste helft van 2010 nog belangrijk lager dan in de andere drie kernmarkten UK (21,4%), USA (20,2%) en Scandinavië (17,9%).
- Er is een voortdurende verbetering van de samenstelling van de klantenportfolio. Er ligt nu een duidelijk accent op de grotere internationale accounts die inmiddels 55% van de groepsomzet uitmaken (2007: 30%). LBI zal tevens bovengemiddeld kunnen profiteren van de structurele verschuiving van print naar online marketing uitgaven.
- Er is een bedrag van € 50 miljoen in cash beschikbaar voor overnames. Naar verwachting zullen in 2011 acquisities in de Verenigde Staten en/of Azië worden gedaan. Sinds de fusie met Bigmouthmedia zijn Cyrte, Carlyle en Janivo toegetreden als aandeelhouders.
- CEO Luke Taylor betitelt LBI als *the dark horse in the digital marketing agencies industry*. De waardering van het aandeel LBI reflecteert die status ook. In vergelijking tot vergelijkbare spelers als Digitas, Razorfish en Sapient bedraagt de discount van het aandeel LBI respectievelijk 74%, 57% en 50%.

Wij zijn van mening dat het aandeel LBI International een van de meest kansrijke beleggingen van de komende 18 maanden kan zijn. Er is nog nauwelijks research coverage van het aandeel, terwijl de marktkapitalisatie inmiddels toch een stevige € 230 miljoen bedraagt. Indien Luke Taylor erin slaagt de winstgevendheid en client wins inderdaad structureel te verhogen is een behoorlijke multiple expansion onzes inziens een kwestie van tijd. Wij hebben daarom de wegging van de positie in LBI International in september verhoogd tot 7% van de portefeuille.

TenCate-dochter TenCate Advanced Armor USA in Newark (Ohio, VS) heeft aanvullende contracten voor voertuigbepantsering gekregen ter waarde van \$ 18,5 miljoen. Daarmee bevestigt het bedrijf zijn sterke positie in de markt voor voertuigbepantsering in de Verenigde Staten. De materialen worden voor het eind van 2010 geleverd aan twee grote producenten van militaire voertuigen en aan het Amerikaanse leger. Het aandeel TenCate was met een koersstijging van 19,4% na Crucell het best presterende fonds in de portefeuille in september. Wij taxeren voor 2010 een winst per aandeel van € 1,95 en zien voor 2011 een verdere stijging tot € 2,30, waarmee recordjaar 2006 – winst per aandeel € 2,18 – zou worden overtroffen. Op basis van onze 2011 taxatie worden de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 23,25 op 10,1 maal de verwachte winst gewaardeerd en komt het verwachte dividendrendement op circa 3%.

Amsterdam Commodities (Acomo) zet een volgende stap in haar 'Focus on Food' strategie. Acomo, gespecialiseerd in de handel in specerijen, thee, zaden en voedingsingrediënten, heeft met Friesland Bank Investments overeenstemming bereikt over de overname van King Nuts Holding B.V. te Bodegraven. King Nuts levert een breed assortiment van noten en rijstcrackers aan de groot- en gespecialiseerde kleinhandel, de voedingsindustrie en de horeca. Meer dan 60% van de omzet wordt geëxporteerd. De nieuwe dochter versterkt de bestaande activiteiten van de groepsondernemingen in noten en gedroogd fruit. King Nuts boekte in 2009 een bedrijfsresultaat van € 5,1 miljoen op

een omzet van € 52 miljoen. Het vierkoppige managementteam onder leiding van Jaap Klijn en René Raaphorst blijft ook na de overname de directie voeren over de 30 medewerkers van het bedrijf. Acomo betaalt € 18,4 miljoen voor de overname. Hiervan wordt bijna 50% betaald uit eigen middelen en wordt het restant gefinancierd met bankleningen. King Nuts wordt vanaf 1 oktober geconsolideerd in de cijfers van Acomo. De acquisitie zal onmiddellijk bijdragen aan de winst per aandeel. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2010 van € 0,70 naar € 0,72 (2009: € 0,645), terwijl wij voor 2011 onze taxatie met € 0,05 verhogen tot € 1,05. Tegen de huidige beurskoers van € 8,80 wordt het aandeel Acomo derhalve gewaardeerd op 8,4 maal de verwachte winst 2011.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Crucell	15,5%*
Imtech	10,4%*
UNIT4	9,8%
Hunter Douglas	8,2%
LBi International	6,9%
Koninklijke TenCate	6,7%
Nedap	6,6%
Brunel International	6,5%
ASM International	6,1%
Acomo	5,7%
Overige 8 ondernemingen	20,7%
Liquiditeiten en overige	-3,1%
Totaal	100,0%

*exclusief optiepositie

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De aandelenmarkten blijven in 2010 binnen betrekkelijk nauwe bandbreedten fluctueren. De overwegend gunstige halfjaarcijfers en commentaren van de genoteerde ondernemingen leggen vooralsnog te weinig gewicht in de schaal om beleggers ertoe te brengen hun belangen in aandelen uit te breiden. De vrees voor een double dip van de internationale economie lijkt voorlopig de overhand te hebben. De rentevergoeding op Nederlandse staatsobligaties bevindt zich op een historisch laag niveau van 2,45% voor tienjaars papier. Niettegenstaande het terughoudende sentiment voor aandelenbeleggingen in algemene zin, zijn wij optimistisch gestemd ten aanzien van de perspectieven van het Add Value Fund. De door ons geselecteerde ondernemingen beschikken over toonaangevende marktposities en een zeer sterke balansstructuur, waaruit ook de komende zes maanden probleemloos (add on-) acquisities mede kunnen worden gefinancierd. De onderwaardering van onze portefeuille ten opzichte van de waardering van staatsobligaties komt goed naar voren door het dividendrendement van circa 3,25% op onze portefeuille. Wij gaan ervan uit dat een dergelijk rendement ook realiseerbaar is over het komende boekjaar, waarin de economische groei mogelijk licht zal vertragen.

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. Ook de vooruitzichten voor 2011 zijn onzes inziens veelbelovend.

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, 6 oktober 2010