

MAANDBERICHT OVER NOVEMBER 2011

Inleiding

In de maand november werd een deel van de technische koerswinsten van de voorgaande maand weer ingeleverd. De voortdurende onzekerheid rond het voortbestaan van de Euro zorgde ervoor dat beleggers terughoudend bleven opereren. De AEX-Index wist het verlies beperkt te houden tot 2,5% op 299,68, maar de verliezen van de Amsterdam Midkap Index (-5,8% op 457,57) en de Amsterdam SmallCap Index (-10,8% op 380,65) waren relatief fors. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 6,2% van € 26,55 naar € 24,90. Year-to-date bedraagt het netto beleggingsresultaat -21,2%.

Per 1 december 2011 is voor een bedrag van € 36,9 miljoen belegd in 15 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 36,6 miljoen. Na afwikkeling van enkele transacties bedraagt de debetpositie 0,8%.

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

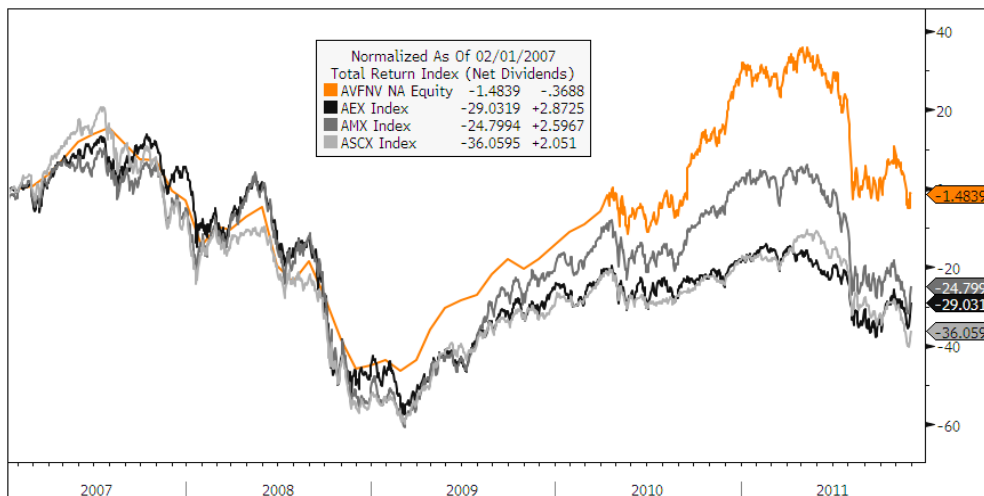
Beurskoers	€ 25,03
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 24,90
Fondsvermogen	€ 36.592.922
Aantal uitstaande aandelen	1.469.535

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

	2007	2008	2009	2010	2011*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-21,18	+2,80
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-12,61	-29,03
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-26,22	-24,80
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,78	-36,06

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/11/2011



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/11/2011)

Peildatum: 30/11/2011

Performance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	LBI International	+15,5	-8,3	+18,9	+3,5
2.	TMC Group	+15,1	-25,3	-12,9	-6,4
3.	ASM International	+5,4	-31,2	+8,7	-1,6
4.	Brunel International	0,0	-21,8	+7,6	-5,3
5.	Acomo	-0,8	-6,9	-2,9	-1,7
6.	TKH Group	-2,3	-30,1	+3,3	-9,4
7.	UNIT4	-7,7	-22,8	+7,6	-4,5
8.	Nedap	-10,4	-16,7	+1,8	-3,2
9.	Hunter Douglas	-10,6	-15,6	-13,6	-15,4
10.	Aalberts Industries	-10,6	-26,7	-7,2	-5,7
11.	Koninklijke TenCate	-17,4	-25,4	-12,9	-13,7
12.	Neways Electronics	-21,0	-31,2	-14,8	-1,8
13.	Macintosh Retail	-25,2	-41,5	-23,3	-4,9
14.	Imtech	-26,7	-27,2	-6,0	-11,2
15.	Beter Bed Holding	-30,1	-25,5	-10,6	-2,7

- Slechts drie van de 15 ondernemingen uit de portefeuille (=20%) noteren een positieve performance op een 12-maandsbasis;
- Ofschoon de respectievelijke bedrijfsresultaten excellent mogen worden genoemd, is vooral de zwakke performance van de industriële ondernemingen **Imtech**, **TenCate** en **Aalberts Industries** opvallend;
- In de verslagmaand kon slechts **LBI International** een positieve koersperformance realiseren. Verhoudingsgewijs grote koersverliezen werden genoteerd door **Hunter Douglas**, **TenCate** en **Imtech**.

Mutaties in de portefeuille

Het belang in detacheerder **DPA Groep** werd in november verkocht. Het strategisch belang van deze positie was al geruime tijd nagenoeg nihil met een slechts marginale weging in de portefeuille. De posities in **Hunter Douglas**, **Imtech** en **Nedap** werden enigszins gereduceerd door uitstroom, terwijl het belang in **Koninklijke TenCate** licht werd vergroot.

Bedrijfsnieuws

Imtech (technische dienstverlening in Europa en maritieme activiteiten wereldwijd) kondigde aan dat zij inhoudelijk overeenstemming heeft bereikt met internationale beleggers over een private placement van US \$ 300 miljoen aan obligaties in verschillende valuta door Imtech Capital, een volle (financierings)dochter van Imtech. Door middel van deze private placement diversificeert Imtech haar kapitaalstructuur. De opbrengsten zullen worden aangewend voor aflossing van bestaande schuldposities alsmede algemene bedrijfsdoeleinden. De uitgifte zal bestaan uit tranches met een totale waarde van US \$ 186 miljoen, € 25 miljoen en 50 miljoen pond sterling, met looptijden van 5 tot 12 jaar. Imtech meldde voorts de overname van de Zweedse energiespecialist Ventkontroll. Hiermee versterkt Imtech haar positie op de Zweedse energiemarkt. De overname wordt in contanten voldaan en draagt direct bij aan de winst per aandeel. Ventkontroll realiseert met 55 medewerkers circa € 7 miljoen opbrengsten op jaarbasis. Het is de zesde acquisitie in de regio Nordic dit jaar, waarmee Imtech nagenoeg € 160 miljoen opbrengsten en 880 medewerkers toevoegt, waarvan 350 technische specialisten.

Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel van Imtech op € 2,15 voor 2011 (2010: € 2,00) en voorzien een verdere stijging tot € 2,30 in 2012. De aandelen Imtech noteren tegen de huidige beurskoers van € 18,70, derhalve 8,7 maal de getaxeerde winst voor het lopende jaar en doen een verwacht dividendrendement van 3,7%.

LBI International (marketing en technology agency) meldde de overname van Mr Youth, een bureau met expertise op het gebied van social media en marketing in de Verenigde Staten. Deze overname past in het beleid van LBI om een sterke propositie in marketing/technologie gerichte diensten aan multinationals te kunnen aanbieden. Mr Youth is opgericht in 2002 en gevestigd in New York. De onderneming telt 140 fulltime medewerkers die in 2011 naar verwachting een omzet van US \$ 25 miljoen zullen realiseren. De afgelopen drie jaar bedroeg de samengestelde omzetgroei van Mr Youth meer dan 20% per jaar waarbij EBITDA-marges van circa 20% werden behaald, hetgeen licht hoger is dan de gemiddelde marges van LBI. Met deze acquisitie vergroot LBI haar kritische omvang en zal op jaarbasis een omzet van meer dan US \$ 100 miljoen gaan boeken in de Amerikaanse markt, een randvoorwaarde om toe te treden tot de Top-10 van digitale agencies. LBI betaalt circa US \$ 50 miljoen inclusief earn-out voor Mr Youth. De overname, die vanuit interne middelen en beschikbare kredietfaciliteiten wordt betaald, zal vanaf 2012 positief bijdragen aan de winst per aandeel. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2011 op € 0,15 per aandeel en op € 0,17 voor 2012. De aandelen LBI International noteren tegen de huidige beurskoers van € 1,60 op 10,7 maal de verwachte winst van het lopende jaar. Voor een uitgebreidere analyse van LBI International verwijzen wij naar ons maandbericht van september (pagina 4).

Brunel International (specialistische detachering) rapporteerde zeer sterke derde kwartaalcijfers. De omzet nam met 42% toe tot € 244 miljoen, terwijl de EBIT meer dan verdubbelde tot € 16,7 miljoen. Naast een sterke autonome ontwikkeling in de twee thuismarkten Nederland en Duitsland, was met name het verdere herstel bij Brunel Energy verantwoordelijk voor de gunstige resultaatvorming. Het management verhoogde de omzetprognose voor geheel 2011 naar tenminste +30% en kwalificeerde de vooruitzichten voor zowel de korte als lange termijn als “zeer goed”, ofschoon wel de zorg werd uitgesproken dat de economische en monetaire onzekerheden op enig moment het marktsentiment negatief kunnen beïnvloeden. Wij handhaven onze taxaties van de winst per aandeel op € 1,95 en € 2,25 voor 2011 respectievelijk 2012, waarmee wij zo'n 10% hogere taxaties dan de marktconsensus hanteren. De aandelen Brunel International noteren tegen de huidige beurskoers van € 24,50 op ruim 12 maal de getaxeerde winst voor het lopende jaar en doen een dividendrendement van getaxeerd 3,3%.

De derde kwartaalcijfers van **Hunter Douglas** (raambekleding en architectonische producten) bleven achter bij onze verwachtingen. Er was weliswaar een omzettoename van 1,2% tot US \$ 646,0 miljoen, maar het EBITDA-resultaat daalde met 38% van US \$ 77,5 miljoen in het derde kwartaal van 2010 naar US \$ 47,9 miljoen. Een volumedaling van 8% in Europa en van 2% in Noord-Amerika – beide regio's zijn goed voor circa 80% van de groepsomzet – zorgde voor enige onderbezetting in de fabrieken met margedruk als gevolg. Het management beschouwt de volumedaling in Europa als structureel en meent dat de (meer winstgevende) markt in Noord-Amerika betere perspectieven heeft om stand te houden. In Europa noteerde alleen de Duitse markt in het derde kwartaal nog een groei van de omzet. De algemene en administratieve kosten vielen onverwacht eenmalig € 19,3 miljoen hoger uit, deels door de uitvoering van enkele IT-projecten en deels door de afvloeiingskosten van enkele medewerkers. Er werd een herstructureringsvoorziening van € 3,4 miljoen (Q3 2010: € 4,3 miljoen) genomen ter stroomlijning van activiteiten in Europa en Noord-Amerika. Het verlies op de beleggingsportefeuille van US \$ 204 miljoen bedroeg US \$ 20,2 miljoen, hetgeen zeer teleurstellend was gezien het feit dat het beheer van deze portefeuille is ondergebracht bij een groot aantal hedge fund managers. Per saldo resteerde over het derde kwartaal van 2011 een marginaal positief resultaat van US \$ 0,3 miljoen (Q3 2010: US \$ 45,6 miljoen). Over de eerste negen maanden van 2011 is op een omzet van US \$ 1.929 miljoen (+7% ten opzichte van de eerste negen maanden van 2010) een EBITDA gerealiseerd van US \$ 169,7 miljoen, een daling van 9,1% ten opzichte van de eerste negen maanden van 2010 (US \$ 186,7 miljoen). Het netto resultaat over deze periode kwam uit op US \$ 76,4 miljoen (2010: US \$ 114,7 miljoen), een daling van 33,4%. Hunter Douglas meldde voorts dat zij in de periode 31 oktober t/m 25 november 2011 in totaal 57.228 eigen aandelen heeft ingekocht tegen een gemiddelde koers van € 30,21 per aandeel. Sinds de start van het aandeleninkoopprogramma heeft HD inmiddels voor een bedrag van € 5.509.711,- eigen aandelen ingekocht, ofwel 177.011 aandelen à € 31,13 per aandeel. Hiermee is ruim 35% van het maximaal in te kopen aantal aandelen (500.000) ingekocht.

Wij verlagen onze winsttaxatie per aandeel voor 2011 van € 3,50 naar € 2,25 (2010: € 3,22). Het vierde kwartaal is traditioneel het belangrijkste voor Hunter Douglas. Gezien de neerwaartse tendens in de verkopen in Europa en, in mindere mate, Noord-Amerika gaan wij derhalve uit van een winstdaling van ruim 7% in het vierde kwartaal. Deze prognose kan evenwel behoorlijk afwijken van het uiteindelijk gepresenteerde cijfer in verband met de onvoorspelbaarheid van de resultaten op de beleggingsportefeuille, alsmede door mogelijke aanvullende herstructureringsvoorzieningen. Vooralsnog hanteren wij een winst per aandeel van € 2,50 voor 2012, die wordt gedragen door hogere omzetten en winsten in Azië en Latijns-Amerika en fors lagere investeringen (2011: US \$ 125 miljoen, 2012tax: US \$ 70 miljoen). Tegen de huidige beurskoers van € 27,60 wordt thans 12,3 maal de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald.

De nettowinst van **Koninklijke TenCate** steeg in het derde kwartaal van 2011 met 18% tot € 17,3 miljoen bij een met 6% gestegen omzet van € 290 miljoen. De omzetontwikkeling in protective fabrics, aerospacecomposieten en geosynthetics was positief. De orderpositie in de Europese markt voor armourmaterialen ontwikkelde zich gunstig. Het zwaartepunt van deze omzet ligt in het vierde kwartaal. In de Amerikaanse markt voor armourmaterialen en in de kunstgrasmarkt was sprake van terughoudendheid. De omzet van Xennia Technology (inkjetprinting) groeide sterk. De omzet bestond nog voornamelijk uit componenten; de omzet van inktten bleef vooralsnog beperkt. TenCate verwacht voor geheel 2011 een recordomzet en –winst te behalen. De toekomstige omzet van TenCate Defender M aan het Amerikaanse leger zal naar verwachting in de pas lopen met de betrokkenheid van Amerikaanse militairen bij buitenlandse missies. Tegelijkertijd introduceert TenCate beschermende weefsels gebaseerd op TenCate Defender M en TenCate Tecasafe Plus technologie in verschillende nieuwe geografische markten en in marktsegmenten buiten defensie.

Wij taxeren voor 2011 een winst per aandeel van € 2,50 (2010: € 1,77) en voorzien voor 2012 een verdere toename tot € 2,65. Tegen de huidige beurskoers van € 21,70 doen de aandelen TenCate een bescheiden waardering van 8,7 maal de verwachte jaarwinst 2011 en noteren een getaxeed dividendrendement van 3,7%.

Amsterdam Commodities (Acom) meldde dat de activiteiten zich in het derde kwartaal van 2011 verder positief hebben ontwikkeld. Er was sprake van een levendige handel en hoge commodity prijzen. De omzet over de eerste negen maanden van 2011 bedroeg € 409 miljoen (eerste zes maanden: € 271,4 miljoen) en ook de resultaten bleven in lijn met de gunstige trend van het eerste halfjaar. Alle groepsondernemingen waren winstgevend en met name Catz International kende een sterk kwartaal. De directie is positief gestemd betreffende de activiteiten en de resultaten voor de rest van het jaar. Deze tussentijdse, hoofdzakelijk kwalitatieve, mededeling kan als positief worden geïnterpreteerd. In eerdere tussentijdse mededelingen hanteerde het management een veel terughoudender taalgebruik. Navraag leerde dat het derde kwartaal inderdaad beter is verlopen dan intern werd verwacht. De verschillende handelsteams hebben goed weten in te spelen op de uitdagende marktomstandigheden en hebben aldus de negatieve invloed van een hogere werkkapitaalbehoefte ruimschoots gecompenseerd. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2011 met 10% naar € 1,10 (2010: € 0,87), waarmee de aandelen Acom tegen de huidige beurskoers van € 10,15 bescheiden zijn gewaardeerd, in het bijzonder gezien het getaxeerde dividendrendement van 6%.

Neways Electronics International (toeleveringen aan de elektronische industrie) heeft in het derde kwartaal van 2011 een omzet gerealiseerd van € 69,2 miljoen, een toename van 4,5% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. De daling van de vraag uit de halfgeleiderindustrie werd meer dan gecompenseerd door de toename van de vraag vanuit met name de medische industrie. De orderportefeuille is per 30 september jl. met 4% gestegen naar € 71,5 miljoen ten opzichte van 30 juni jl. Het management heeft besloten tot een reorganisatie bij de werkmaatschappij in Kassel (Duitsland), waar al geruime tijd sprake was van onderbezetting en een verlieslatende exploitatie. Er is met de vakbonden en de OR overeenstemming bereikt over het vervroegd uitreden van 16 werknemers, waaronder de voormalig directeur, hetgeen een eenmalige last van € 1,2 miljoen (bruto = netto) vergt. Naar onze verwachting zal deze vestiging na de getroffen reorganisatie in 2012 tenminste een break-even resultaat moeten kunnen realiseren. De orderportefeuille heeft in de afgelopen maanden de stijgende lijn weer voorzichtig opgepakt. Naar verwachting zal dit voor geheel 2011 resulteren in een omzet die ruim boven de omzet van 2010 van € 254,5 miljoen zal uitkomen. De

winstgevendheid zal in de tweede helft van 2011 worden gedrukt door de reorganisatie in Kassel. Over het hele jaar zal het bedrijfsresultaat (exclusief reorganisatielast) toenemen ten opzichte van 2010, terwijl de nettowinst (exclusief reorganisatielast) als gevolg van een hogere belastingdruk naar verwachting om en nabij het niveau van 2010 van € 5,1 miljoen zal uitkomen. Neways meldde voorts dat het op het punt staat nieuwe miljoenenorders af te sluiten in de Duitse defensie-industrie. Indien deze succesvol worden afgerond, is de bezetting van dit bedrijfs onderdeel de komende jaren versterkt, ofschoon de bijdrage aan de groeps winst in 2012 nog zeer beperkt zal zijn.

Wij hanteren voor 2011 een winst per aandeel van circa € 0,50 (2010: € 0,53), welk resultaat onder druk staat door zowel de eenmalige reorganisatielast als de hoge effectieve belastingdruk. Voor 2012 voorzien wij een verbetering van de netto winst per aandeel tot € 0,65, voornamelijk vanwege het achterwege blijven van de eenmalige negatieve factoren die het resultaat over 2011 onder druk zetten. Tegen de huidige beurskoers van € 6,20 wordt derhalve 9,5 maal de getaxeerde winst 2012 voor de aandelen Neways Electronics International betaald.

Wij waren aanwezig bij een bedrijfspresentatie van **ASM International**, leverancier van zowel Front End als Back End apparatuur voor de halfgeleiderindustrie. Ofschoon de resultaten in het derde kwartaal van 2011 onder druk stonden, zie ons maandbericht over oktober, is de middellange termijnprojectie van het management zonder meer positief. Cruciaal is dat de Front End activiteiten, met nu al zes kwartalen double digit marges, sinds het vierde kwartaal van 2008 structureel winstgevend zijn. De succesvolle implementatie van het PERFORM! Programma heeft het kostenpeil in deze sector structureel met 40% verlaagd, er is nog maar één productielokatie in Singapore en bedrijfsonderdelen als R&D, product management en G&A zijn aanzienlijk gestroomlijnd. Het management ziet een aanvullend verbeterpotentieel in de vorm van lokale sourcing en het beter benutten van de mogelijkheden in de supply chain. CEO Chuck del Prado acht het mogelijk dat de bruto marges verder kunnen verbeteren van de huidige 40% naar 45%. ASMI's toonaangevende positie in ALD-technologie zal de komende jaren voor een stevige groei gaan zorgdragen. De traditioneel sterk presterende Back End activiteiten hebben weliswaar een lager groeipotentieel, maar ASMI lijkt hier als marktleider (via haar 52,3% belang in ASM PT) vooral te gaan profiteren van haar sterke positionering (als enige volledig gesitueerd in Zuid-Oost Azië) met een sterk accent op groeiemarkt China. Bovendien is ASM PT de toonaangevende aanbieder in de sterk groeiende LED markt en blijkt de aankoop van de Surface Mount Technology-activiteiten van Siemens, omgedoopt in ASM AS, in 2010 een gouden greep te zijn geweest. De groeiperspectieven van ASM AS in combinatie met verbetering van de marges richting het gemiddelde van ASM PT, bieden al met al een interessant perspectief voor de Back End tak van ASMI.

Resteren twee onzekerheden. Op de eerste plaats betreft dit de algemene marktverwachting voor 2012. Was deze tot voor kort negatief, inmiddels worden de eerste tekenen van uitbodeming wat zichtbaarder, reden waarom de beurskoers van ASMI (en sectorgenoten) in de verslagmaand voor de tweede achtereenvolgende maal een relatieve outperformance noteerde. Ten tweede is er de ruime discount van het aandeel ASMI ten opzichte van een sum-of-the-parts analyse, waarin het 52,3% pakket in het beursgenoteerde ASM PT wordt betrokken en waaruit een discount van ruim 30% volgt, uitgaande van een nulwaardering voor de Front End tak. Het management stelt zich op het standpunt zich zeer bewust te zijn van deze anomalie en handhaafde eerdere uitspraken dat dividenduitkeringen van ASM PT zullen worden aangewend om, hetzij het dividend van ASMI te verhogen en/of converteerbare obligaties terug te kopen, dan wel aandelen ASMI en/of ASM PT in te kopen. Echter, dit alles geeft geen garantie dat de mismatch uit de natuur verdwijnt. Het bestuur oriënteert zich dan ook op andere, meer drastische opties.

De activiteiten bij de **TKH Group** ontwikkelden zich in het derde kwartaal van 2011 in lijn met de afgegeven vooruitzichten in augustus van dit jaar bij de bekendmaking van de resultaten over het eerste halfjaar 2011. De omzet steeg in het derde kwartaal met 14,6% naar € 254,2 miljoen en de EBITDA steeg met 20,3% naar € 20,7 miljoen. In alle drie segmenten was sprake van een sterke stijging van de resultaten. Binnen Telecom Solutions is er een toenemend investeringsniveau waar te nemen in de verbetering van de kwaliteit en capaciteit van netwerken voor zowel koper- als glasvezelnetwerken. Daarentegen neemt de investeringsbereidheid bij consumenten af waardoor de omzet binnen indoor telecom solutions enigszins onder druk staat.

Binnen Building Solutions wordt verwacht dat de investeringen in de utiliteitssector binnen Europa verder zullen afnemen. Daartegenover staat dat de innovaties in de TKH-groep op het gebied van security- en zorgsystemen evenals de markt voor infrastructuurprojecten perspectief hebben voor groei.

Binnen Industrial Solutions is de orderintake lager dan vorig jaar maar wel in lijn met de eerste helft van het lopende jaar en is er een terughoudendheid waar te nemen voor investeringen ondanks veel aangekondigde expansie van capaciteit en vervangingsinvesteringen in de bandenbouwsector. Ook in de robot- en machinebouwsector zijn tekenen van afzwakking van de vraag aan de orde.

Op basis van het gerealiseerde resultaat in de eerste negen maanden van 2011 en de vooruitzichten voor de komende maanden, handhaaft TKH haar verwachting dat de nettowinst voor amortisatie, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, over geheel 2011 binnen de eerder afgegeven range van € 55 tot 60 miljoen zal uitkomen. Deze prognose komt overeen met een winst per aandeel van € 1,45 à € 1,58. Wij handhaven onze prognose op € 1,55 per aandeel, waarmee de aandelen TKH Group tegen de huidige beurskoers van € 16,- op ruim 10 maal de verwachte winst worden gewaardeerd.

Short posities

De afgelopen maand hebben de shortposities in de aandelen uit de portefeuille van het Add Value Fund zich als volgt ontwikkeld.

	Naam Fonds	Gemiddelde dagomzet	Shortpositie 31-10-11	Shortpositie 30-11-11	Shortpositie in % dagomzet	Shortpositie in % # issued shares
1.	UNIT4	57.473	450.000	400.000	696%	1,4%
2.	Imtech	510.866	2.000.000	7.800.000	1527%	8,4%
3.	LBI International	151.486	115.000	110.000	73%	0,1%
4.	Nedap	3.381	2.000	2.000	59%	0,0%
5.	Brunel International	58.247	190.000	180.000	309%	0,8%
6.	Hunter Douglas	5.901	13.000	53.000	898%	0,1%
7.	TenCate	81.662	149.000	150.000	184%	0,6%
8.	Acomo	20.533	130.000	102.000	497%	0,4%
9.	ASMI	368.901	6.500.000	7.200.000	1952%	13,3%
10.	Aalberts Industries	397.727	1.500.000	1.500.000	377%	1,4%
11.	TKH Group	63.109	92.000	100.000	158%	0,3%
12.	Macintosh	17.240	3.700	2.800	16%	0,0%
13.	Beter Bed	33.973	10.000	32.000	94%	0,1%

Bron: Data Explorers, Het Financieele Dagblad

Meest opvallende ontwikkeling in november was de sterke toename van de shortpositie in Imtech tot ruim 8% van het aantal uitstaande aandelen. De aanleiding voor deze sterke toename is gelegen in een researchrapport van een Amerikaanse broker, waarin twijfel wordt geuit over Imtech's vermogen om haar werkkapitaal onder controle te houden. Het management van Imtech heeft inmiddels aangegeven zich niet te kunnen vinden in de inhoud van het rapport. De zwakke performance van het aandeel Imtech (zie pagina 2) is onzes inziens voornamelijk te herleiden tot de impact van de ingenomen shortposities.

Voorts blijft de hoge shortpositie in ASM International intrigerend. Na een sterke koersperformance in de laatste drie maanden (+8,7%) liep de shortpositie de afgelopen periode verder op tot meer dan 13% van het aantal uitstaande aandelen.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	12,1%
Imtech	10,1%
LBi International	9,7%
Nedap	9,6%
Brunel International	9,5%
Hunter Douglas	8,4%
Koninklijke TenCate	7,6%
Amsterdam Commodities	6,9%
Neways Electronics International	5,9%
TMC Group	5,0%
Overige 5 ondernemingen	16,0%
Liquiditeiten en overige	-0,8%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De stemming op de aandelenmarkten wordt onveranderd bepaald door de voortgang die de politiek en centrale bankiers maken om de schuldenproblematiek onder controle te brengen. Hierdoor blijft sprake van een zeer hoge volatiliteit.

In de loop van december zullen de handelsvolumes afnemen, omdat institutionele beleggers hun boeken gaan afsluiten. Wij zijn tevreden met de huidige samenstelling van de portefeuille. Zodra er enige rust terugkeert op de financiële markten, achten wij een scherpe waardestijging van de portefeuille alleszins aannemelijk.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Karel Vogel
Toon Wijlacker
Willem Burgers

Amsterdam, 7 december 2011

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen