

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2011

Inleiding

De stemming onder beleggers bleef bedrukt in september. De trage besluitvorming onder Europese politici om het fundament onder de euro te versterken doet de vrees toenemen voor economische stagnatie in 2012. De AEX-index verloor 4,4% op 280,18. De Amsterdam Midkap Index eindigde 4,6% lager op 465,94, terwijl de Amsterdam Smallcap Index 5,1% daalde naar 408,93. De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 3,0% van € 25,62 naar € 24,85. Over de eerste negen maanden van 2011 bedraagt het netto beleggingsresultaat -20,8%. Per 1 oktober 2011 is voor een bedrag van € 37,9 miljoen belegd in 16 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg eveneens € 37,9 miljoen, zodat sprake is van een volbelegde positie.

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

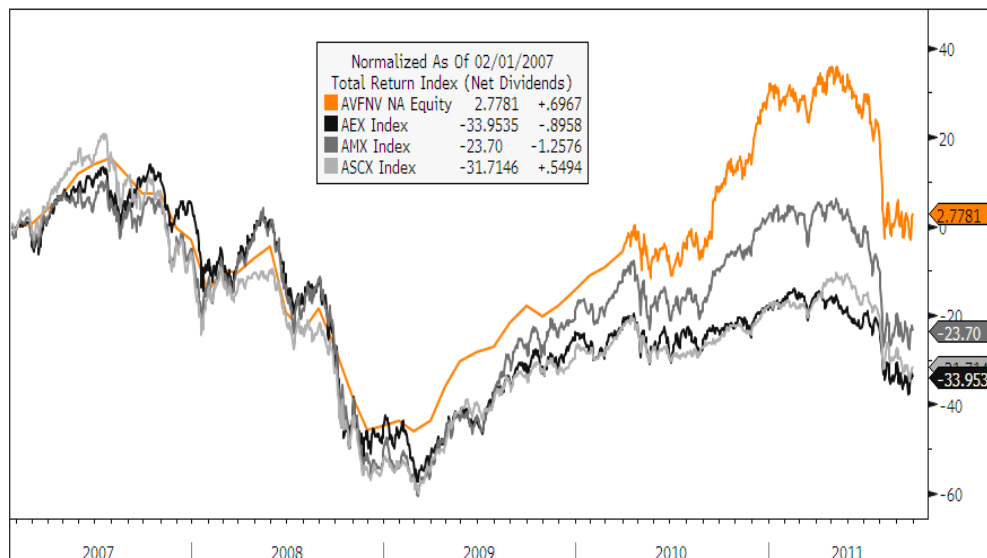
Beurskoers	€ 24,73
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 24,85
Fondsvermogen	€ 37.921.192
Aantal uitstaande aandelen	1.525.975

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	-20,81	+2,60
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-18,67	-33,95
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-25,14	-23,70
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-16,46	-31,71

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/09/2011



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/09/2011)

Peildatum: 30/09/2011

Performance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TMC Group	+35,3	-17,8	-18,6	-7,4
2.	Acomo	+10,8	-12,3	-8,2	-7,7
3.	Brunel International	+5,8	-27,1	-20,4	+5,5
4.	Nedap	+5,4	-20,6	-21,6	-3,5
5.	Hunter Douglas	+1,7	-16,6	-11,1	-7,7
6.	ASM International	+0,8	-32,1	-30,9	+1,8
7.	Koninklijke TenCate	-2,6	-19,7	-16,8	-5,8
8.	TKH Group	-6,6	-25,3	-31,9	-3,4
9.	Aalberts Industries	-6,7	-32,7	-30,1	-13,3
10.	LBI International	-7,9	-18,0	-14,1	+7,4
11.	UNIT4	-8,1	-23,5	-26,3	+1,0
12.	Imtech	-8,7	-18,8	-12,8	+5,1
13.	Macintosh Retail Group	-10,8	-34,5	-22,3	-9,8
14.	Telegraaf Media Groep	-23,5	-31,3	-21,2	-3,8
15.	Neways Electronics	-27,8	-32,4	-29,8	-16,0
16.	DPA Group	-66,7	-63,9	-43,1	-7,7

- Op 12-maandsbasis noteert het Add Value Fund -7,4%. In de verslagmaand lijkt er op lage koersniveaus voorzichtige koopbelangstelling voor de grotere posities in de portefeuille (**Imtech**, **UNIT4**, **Brunel International**) te ontstaan;
- Cyclische ondernemingen presteren op halfjaarbasis relatief ondermaats – zie: **Aalberts Industries**, **ASM International** en **Neways Electronics**;
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een voorsprong ten opzichte van de relevante Nederlandse indices.

Mutaties in de portefeuille

Het belang in **Imtech** werd gepromoveerd tot grootste holding in de portefeuille door uitoefening van de geschreven put-optie. Het belang in **ASM International** werd verkleind omdat de vooruitzichten voor de halfgeleiderindustrie voor het komende jaar uitgaan van een behoorlijke daling van het activiteitsniveau. Tevens werd het grote belang in **Hunter Douglas** licht teruggebracht. Daarentegen werd een begin gemaakt met de opbouw van een belang in **Beter Bed Holding**. Deze non-food retailonderneming heeft in het verleden overtuigend bewezen ook in economisch moeilijke tijden goed winstgevend te kunnen opereren. Tegen de huidige beurskoers van € 13,50 wordt circa 9,5 maal de verwachte winst voor de aandelen Beter Bed Holding betaald en komt het dividendrendement uit op een lucratieve 10,5%.

Bedrijfsnieuws

Imtech (technische dienstverlening in Europa) maakte bekend dat de orderportefeuille in Hongarije in korte tijd is toegenomen tot nagenoeg € 100 miljoen. Eind mei 2011 heeft Imtech de Hongaarse activiteiten van concurrent YIT overgenomen, die inmiddels zijn omgedoopt in Imtech Hungary Industrial Services. In juni 2011 kondigde Imtech de eerste Hongaarse orders ter waarde van € 27 miljoen voor Audi en Ceva aan. Ditmaal maakte Imtech bekend dat het van opnieuw Audi en ook Infineon nieuwe orders ter waarde van circa € 57 miljoen heeft ontvangen. Samen met diverse kleinere projecten is de orderportefeuille hiermee goed gevuld. De combinatie van lokale aanwezigheid en technologische competenties vanuit Duitsland, maakt dat Imtech in Hongarije in korte tijd meteen tot de sterkste technische spelers behoort. Dit maakt het mogelijk om voor vooraanstaande Europese opdrachtgevers die in Hongarije actief zijn of worden de rol van technologiepartner met verve te vervullen. Dit past in Imtech's groeistrategie 2015 om ook in Oost-Europa een sterke positie op te bouwen.

Voorts meldde Imtech de overname van de maritieme onderneming Groupe Techsol Marine in Canada. Met deze strategische overname krijgt Imtech de beschikking over een hightech productielocatie in Canada. Tevens worden de Canadese service- en onderhoudsactiviteiten verder versterkt in Noord-Amerika. Op jaarbasis realiseert Groupe Techsol Marine met ruim 100 medewerkers opbrengsten van circa € 20 miljoen. De overname wordt in contanten voldaan en draagt direct bij aan de winst per aandeel. Imtech beschikt over een sterke positie op de mondiale maritieme markt, is actief in meer dan 20 landen en beschikt over ruim 70 vestigingen langs alle belangrijke scheepvaartroutes. In het strategisch groeiplan 2015 wordt ingezet op een aanzienlijke versterking van de maritieme activiteiten. Door een combinatie van autonome groei en acquisities wenst Imtech de opbrengsten van haar maritieme divisie in 2015 te verdubbelen naar circa € 1 miljard. In dit kader is Imtech voornemens maritieme nieuwbouw- en servicelocaties te openen in belangrijke nieuwe gebieden, waar Imtech nieuw te bouwen of te renoveren schepen uitrust met technologische (totaal)oplossingen en tegelijkertijd klanten 'first class' service- en onderhoudsdiensten aanbiedt. Groupe Techsol Marine past perfect in deze strategische plannen. Onder de technologische en financieel sterke vleugels van Imtech wordt gezonde groei van de nieuwe Imtech-onderneming verwacht.

Voor geheel 2011 liggen de consensus taxaties van de winst per aandeel fractioneel hoger dan die van de gerapporteerde winst over 2010, te weten € 2,06 versus € 2,00. Tegen de huidige koers van € 21,10 wordt daarmee ongeveer 10 maal de verwachte winst voor de aandelen Imtech betaald en bedraagt het dividendrendement circa 3,2%.

Hunter Douglas (raambekleding en architectonische producten) kocht in de periode 29 augustus tot en met 30 september 37.039 eigen aandelen in tegen een gemiddelde koers van € 31,48 per aandeel. Sinds de start van het aankoopprogramma heeft HD intussen voor een bedrag van € 2.186.988,- eigen aandelen ingekocht, ofwel 69.013 aandelen à € 31,69 per aandeel. Daarmee is de onderneming overigens nog ver verwijderd van de voorgenomen inkoop van in totaal ten hoogste 500.000 aandelen ter dekking van afgegeven aandelenopties.

Technisch en financieel detacheerder **Brunel International** lijkt af te stevenen op een sterk derde kwartaal resultaat. Voorsnog is de gang van zaken op de volwassen Duitse en Nederlandse markt onveranderd goed en weet de groep verder marktaandeel te winnen van concurrenten als Randstad-dochter Yacht, Welten en USG People. Ten aanzien van de vooruitzichten voor 2012 en volgende jaren was het van belang dat Chevron eind september een positieve investeringsbeslissing inzake het Wheatstone LNG project aan de westkust van Australië heeft genomen. Na de bekende Gorgon- en Pluto1-projecten, is Wheatstone een derde belangrijk energieproject dat de bedrijfswinst van Brunel de komende jaren een forse stimulans zal kunnen geven. Indien Brunel Energy als partner in het project wordt verkozen – waar analisten zonder meer van uitgaan – zou dit een jaarlijkse bijdrage van € 80 – 100 miljoen aan de groepsomzet kunnen leveren, vergelijkbaar met de bijdrage van Pluto1. Met veronderstelde operationele marges van 7 – 8% zou Wheatstone alsdan een extra winstbijdrage van 7 à 10% kunnen leveren in 2012 – 2013. Onze taxaties van de winst per aandeel 2011 en 2012 zijn respectievelijk € 1,95 en € 2,25. De huidige beurskoers van Brunel van € 23,- waardeert de onderneming derhalve op 11,5 maal de verwachte winst voor het lopende jaar. Bij een verondersteld onveranderd contant dividend van € 0,80 per aandeel bedraagt het dividendrendement 3,5%.

Koninklijke TenCate (industriële textiel, composieten, kunstgras, inkjettechnologie) maakte bij de presentatie van de halfjaarcijfers bekend de komende vijf jaar een omzetverdubbeling naar € 2 miljard te voorzien. Daarbij zal het resultaat van de onderneming naar verwachting in gelijke mate meegroeien. Deze groei zal voor een significant deel autonoom zijn en, afhankelijk van de mogelijkheden, ook plaatsvinden door middel van acquisities. CEO Loek de Vries stelt dat TenCate vooral op zoek is naar acquisities van technologiebedrijven op het gebied van zonne-energie-toepassingen. Met een dergelijke overname zouden bijvoorbeeld kunstgrasvelden ook als zonnepaneel kunnen functioneren of kan zonne-energie voor diverse toepassingen aan uniformen worden toegevoegd. In september tekende TenCate een memorandum van samenwerking met Chinamex voor de ontwikkeling van de Chinese markt voor beschermende weefsels. Deze markt is volgens TenCate in potentie nog groter dan de Amerikaanse, alwaar TenCate met *product champion* Defender M een jaarlijkse omzet van US \$ 150 à 200 miljoen realiseert. Op het gebied van kunstgras heeft TenCate al een sterke positie verworven in China. Vorig jaar stelde De Vries dat TenCate reeds een marktaandeel van 40% had veroverd. Binnen twee jaar zou China kunnen uitgroeien tot de grootste individuele markt voor kunstgras ter

wereld. Tenslotte ziet De Vries ook grote kansen voor milieuprojecten op de Aziatische markt. In de stad Zuhai in de Zuid-Chinese provincie Guangdong produceert een eigen fabriek geosynthetische materialen voor de Aziatische markt die onder meer worden gebruikt voor grondsaneringen en dijkversterkingen.

Voor 2011 taxeren wij een winst per aandeel van € 2,50 (2010: € 1,77), waarmee de aandelen TenCate tegen de huidige beurskoers van € 22,90 worden gewaardeerd op slechts 9,2 maal de verwachte winst. Daarnaast is er een getaxeerd dividendrendement van 3,5%. Voor 2012 verwachten wij een lichte stijging van het resultaat tot € 2,65 per aandeel. Gezien het sterke portfolio van TenCate achten wij een koersdoel van € 30,- in het licht van de heersende onzekerheden een alleszins realistische aanname.

Wij waren deze maand aanwezig bij een presentatie van **LBI International**. De onderneming die zich profileert als de #1 European marketing and technology agency heeft een tevredenstellende eerste zes maanden van 2011 achter de rug. Met name de progressie in de belangrijkste "hub" (strategische deelmarkt), het Verenigd Koninkrijk, waar 35% van de groepsomzet wordt gerealiseerd, was indrukwekkend. Bij een omzettoename van 27% tot € 33,4 miljoen werd een 23% hogere EBITDA van € 9,5 miljoen gerealiseerd. Hieruit volgt een EBITDA-marge van 28,4%, hetgeen een voldoende indicatie is van de hoge kwaliteit van het resultaat. De sterke resultaten werden met name bij enkele *key accounts* als Lloyds, BT en Coca-Cola behaald. De integratie van de search engine activiteiten van BigMouthMedia droegen ook een steentje bij; LBI is nu in staat een afgeronde complete propositie aan de belangrijkste cliënten en prospects te doen. Centraal en Zuid-Europa zijn met een omzetaandeel van 37% weliswaar groter dan het VK, de winstgevendheid ligt er traditioneel veel lager. Toch werd op halfjaarbasis in deze deelmarkt vooruitgang geboekt. Bij een omzetsijging van 5,4% tot € 35,0 miljoen werd een 11,9% hoger EBITDA-resultaat van € 4,7 miljoen gerealiseerd, ofwel een EBITDA-marge van 13,4%. Duitsland, veruit de belangrijkste unit, presteerde met een omzettoename van 21% en een marge-groei van 17% naar wens. Onder nieuw lokaal management lijkt LBI deze moeilijke markt eindelijk in de vingers te krijgen. De traditionele (offline) activiteiten onder het Meta-label zijn nu winstgevend en er zijn al enkele interessante spin offs naar de core business van LBI genoteerd, onder andere richting China met enkele Duitse automotieve klanten van Meta. De kleinere markten Nederland, België, Italië en Spanje ontwikkelen zich matig tot slecht (Italië), en lijken in de toekomst meer en meer als near-shore vestigingen van de grote hubs (UK, USA, Duitsland) te gaan fungeren. Scandinavië presteerde goed in het eerste halfjaar van 2011. Met een omzet van € 12,1 miljoen, +25% ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder, is Scandinavië goed voor 13% van de groepsomzet. Enkele grotere cliënten (IKEA, Maersk, Swedbank, Volvo en Nobel Biocare) zorgden voor een robuuste groei met een EBITDA toename van ruim 22% tot € 2,2 miljoen, ofwel een marge van 18,2%.

De Verenigde Staten is de meest ontwikkelde en meest competitieve markt waarop LBI actief is. Met een omzet van € 19,0 miljoen, +9,2% ten opzichte van 2010H1, is LBI slechts een middelgrote speler op deze markt. Het EBITDA-resultaat daalde van € 2,9 miljoen naar € 2,3 miljoen (-21%) vooral als gevolg van de uitstel van een groot project voor Bayer. De EBITDA-marge kwam uit op 12,1%. De vooruitzichten voor de komende periode zijn volgens het management daarentegen uitstekend. De prognose is dat in de tweede helft van het jaar een behoorlijke verbetering zal optreden op grond van de uitvoering van lopende opdrachten en dat in 2012 een marge van meer dan 20% haalbaar zou moeten zijn. De onderbouwing van deze prognose is gelegen in het feit dat LBI ook in de Verenigde Staten enkele grote mandaten voor Sony Ericsson, Coca-Cola, Diageo en Johnson & Johnson heeft binnengehaald, die binnen afzienbare termijn tot een aantrekkelijke omzet- en margegroei zullen leiden. LBI is nog naarstig op zoek naar acquisitiekandidaten in deze markt; het is niet uit te sluiten dat hieromtrent in de komende maanden een aanwinst kan worden gepresenteerd. De financiering behoeft geen probleem te zijn met een cash positie van € 50 miljoen. Na de gecombineerde overname/emissie bij gelegenheid van de BMM-transactie bedraagt de solvabiliteit een krachtige 72%. Wij zijn ervan overtuigd dat LBI over geheel 2011 onze winsttaxatie van € 0,15 per aandeel zal realiseren. Over de eerste zes maanden is hiervan reeds € 0,07 gerealiseerd. Voor 2012 hanteren wij vooralsnog een taxatie van eveneens € 0,15. Dit lijkt ambitieus te zijn in het licht van de huidige financiële en politieke crisis, maar bedacht dient te worden dat de recurring elementen in het verdienmodel van LBI snel toenemen. De onderneming is bij veel toonaangevende, kapitaalkrachtige ondernemingen (zie boven) de Agency of Record en die wordt, voor grote langjarige projecten, niet snel vervangen.

Tegen de huidige koers van € 1,40 wordt thans 9,3 maal de verwachte winst voor aandelen LBI International betaald.

Wij waren deze maand aanwezig bij een presentatie van **TMC Group**, actief in strategische in-sourcing en consultancy. De resultaten over het eerste halfjaar van 2011 beantwoordden aan de hoge verwachtingen. Er werd een recordomzet van € 26,3 miljoen gerapporteerd, een stijging van ruim 36% in vergelijking met de eerste helft van 2010 (toen: € 19,3 miljoen) en een bedrijfsresultaat van € 3,97 miljoen (2010H1: € 1,776 miljoen). De EBIT-marge verbeterde van 9,2% naar 15,1%. De winst per aandeel kwam uit op € 0,81 tegen € 0,35. Thijs Manders, Algemeen Directeur van TMC Group, gaf bij de presentatie van de halfjaarcijfers het volgende commentaar: "Wij zien dat de vraag naar hoogopgeleide technische specialisten groot is en dat het aanbod schaarser wordt. De komende jaren zullen dienstverleners die de juiste kandidaten naar zich toe weten te trekken ook de slag om klanten weten te winnen en zo hun marktaandeel vergroten. Wij zijn in een paar maanden tijd weer echt in een kandidatenmarkt terechtgekomen, zoals dat ook het geval was in de jaren 2004 – 2007. Destijds hebben wij bewezen dat we succesvol technische arbeidsmarkten weten te mobiliseren ... De marktomstandigheden blijven op een aantal fronten ongewis voor de korte termijn, maar als ik kijk op welk prachtige en fundamentele R&D projecten onze mensen werken zie ik de toekomst met vertrouwen tegemoet."

Eind juni 2011 waren er 529 medewerkers ('werkondernemers') bij TMC in dienst. De verhouding direct : indirect was met 7,4 als gemiddeld te kwalificeren. Voor de tweede helft van het jaar houdt de directie rekening met enige afzwakking van de vraag, hetgeen het directe gevolg is van een afnemende activiteit bij belangrijke afnemers als ASML, Philips en TomTom. Toch wordt een scherpe teruggang niet voorzien, daarvoor zijn de high tech specialisten van TMC tezeer verweven in de R&D-processen van (bijvoorbeeld) ASML. Met 100 – 150 gedetacheerden is ASML veruit de belangrijkste afnemer van TMC. Manders onderkent een tendens dat ASML in de huidige cyclus meer R&D-activiteiten uitbesteed aan onderaannemers, zoals Neways Electronics. De snelst groeiende klant van TMC van dit moment, het in Aken (Duitsland) gevestigde Xtreme Technologies, is direct betrokken bij de ontwikkeling van ASML's nieuwe EUV-machine. Ondanks de recente progressie bij bestaande grote klanten tracht TMC de afhankelijkheid van enkele zeer grote opdrachtgevers te verkleinen. Volgens eigen zeggen zouden bij topklant ASML "met gemak tot wel 300 specialisten kunnen worden gedetacheerd." Dit onderstreept de sterke marktpositie van TMC; concurrenten voornamelijk uit Frankrijk als Alten en Altran Technologies zijn niet in staat in de gewenste (schaarse) kandidaten in het hogere ingenieurssegment te leveren. Ter verbreding van de klantenbasis is recent de regio West (met hoofdkantoor in Utrecht) in het leven geroepen. Met deze regio wordt feitelijk het gebied buiten de regio-Eindhoven en Zuid-Nederland aangeduid. Nieuwe klanten als Unilever en PetroGas worden vanuit deze vestiging bediend. Het streven is om bij meerdere klanten niet één of twee specialisten te detacheren, maar grotere aantallen (15 – 100) op semi-permanente basis. Behalve ASML voldoen thans TNO (70), Philips Healthcare (40 – 50), X-treme (25) en NXP (20) aan dit criterium. Het verdienmodel van TMC laat zich betrekkelijk eenvoudig schetsen. In goede marktomstandigheden is een operationele marge van 30 – 35% alleszins haalbaar. Daarbij wordt een productiviteit van tenminste 90% verondersteld en een verhouding direct : indirect van 7,5. Daarnaast is jaarlijks een bedrag van € 2 à 2,5 miljoen uit hoofde van R&D subsidies aan te trekken, waardoor de brutomarge op 40% kan uitkomen. Manders spreekt de verwachting uit dat TMC's cellenmodel (verwant aan het door Eckart Wintzen bedachte cellensysteem van BSO) tot aan 800 – 1.000 werkondernemers op te schalen is. Binnen elke cel is ruimte voor 50 tot maximaal 80 werkondernemers. Hij ziet daartoe de komende twee – drie jaar voldoende mogelijkheden op de binnenlandse markt. Daarna lonkt de (West-)Duitse markt. De flexibilisering wordt thans omarmd door onze oosterburen, zodat er in de kennisintensieve Duitse maakindustrie volop kansen voor TMC moeten liggen.

Vooralsnog taxeren wij een winst per aandeel van ten minste € 1,50 voor zowel 2011 als 2012. Een sterkere groei van de winst per aandeel is eerst mogelijk zodra de economie weer tekenen van groei gaat vertonen. De waardering van het aandeel TMC Group is tegen de huidige beurskoers van € 9,80 al met al zeer bescheiden te noemen – 6,5 maal de getaxeerde winst. Het dividend over 2011 taxeren wij op € 0,75 per aandeel, hetgeen bij een solvabiliteit van bijna 71% een conservatieve aanname lijkt. Zulks impliceert een verwacht dividendrendement van 7,7%.

TKH-dochter VMI (Veluwe Machine Industrie) **Group** vierde op dinsdag 6 september jl. de uitbreiding van de vierde productiefaciliteit in Yantai (China). Vanwege de festiviteiten organiseerde VMI tevens enkele seminars voor vertegenwoordigers uit de bandenbouw- en de can wash-industrie, de twee markten waarop VMI zich met deze

productiefaciliteiten richt. Zowel de seminars als de 'Grand Opening Ceremony' trokken talrijke genodigden aan uit de gehele wereld.

VMI Group startte haar activiteiten in China in de vroege jaren tachtig van de vorige eeuw. VMI Yantai Ltd., een volledige entiteit van VMI Holland BV werd opgericht in 1996 om hiermee in te kunnen spelen op de verwachte groei van de activiteiten in Azië. De toenemende erkenning voor de bandenbouwtechnologie van de VMI-oplossingen in combinatie met het vermogen van VMI om kosteneffectieve oplossingen te kunnen aanbieden, heeft geleid tot een sterke groei binnen de onderneming. Om de markt te kunnen blijven bedienen met innovatieve oplossingen die voldoen aan de hoge eisen van haar klanten, was de beslissing om verder uit te breiden in China al snel genomen. Een assemblagehal met een oppervlakte van 7.200 m² werd in augustus 2011 voltooid. De totaaloppervlakte van de Yantai-fabriek komt hiermee dicht bij een totaaloppervlakte van 30.000 m². De beslissing om de faciliteit uit te breiden in Yantai viel samen met haar accreditatie door Lloyds voor de milieunorm ISO 14001 en de volledige integratie van de kwaliteitscontrolesystemen in Yantai met die van VMI Holland BV. Deze uitbreiding van de productiefaciliteiten van de VMI Group benadrukt het vertrouwen dat VMI heeft in een duurzame verdere groei van de onderneming.

Wij taxeren voor 2011 voor de TKH Group een winst per aandeel van € 1,55 (2010: € 1,21) en voor 2012 een verdere stijging naar € 1,75. Deze toename is met name ingegeven door het succes van VMI Group op het gebied van de verkoop van bandenbouwmachines in het Verre Oosten. Tegen de huidige beurskoers van € 13,70 wordt thans 8,8 maal de getaxeerde winst voor het lopende jaar voor de aandelen TKH Group betaald. Op basis van de traditionele pay out van 50% komt het dividendrendement op 5,6%.

Short posities

In een snel verslechterende markt speelt de omvang van shorttransacties een belangrijke rol. Tot vijf jaar geleden werden de shortposities in Nederlandse aandelen nog elke twee weken in de Officiële Prijscourant vermeld. Euronext is hier om onduidelijke redenen mee gestopt. Via het onderzoeksbureau Data Explorers in New York zijn er toch cijfers bekend over de actuele situatie. Voor onze portefeuille is dit de huidige stand van zaken:

	Naam Fonds	Gemiddelde dagomzet	Shortpositie	Shortpositie in % dagomzet	Shortpositie in % # issued shares
1.	Imtech	523.798	3.800.000	725	4,1%
2.	UNIT4	58.552	320.000	547	1,1%
3.	Hunter Douglas	4.605	6.000	130	0,0%
4.	Nedap	3.475	2.000	58	0,0%
5.	Brunel International	59.979	200.000	333	0,8%
6.	LBi International	196.444	115.000	59	0,1%
7.	Koninklijke TenCate	74.286	130.000	175	0,5%
8.	Acomo	25.069	120.000	479	0,5%
9.	ASMI	417.375	7.000.000	1677	12,9%
10.	Macintosh Retail Group	16.391	3.800	23	0,0%
11.	Aalberts Industries	368.417	1.500.000	407	1,4%
12.	TKH Group	55.557	9.000	16	0,0%
13.	Beter Bed Holding	31.929	10.000	31	0,0%

Bron: Data Explorers, Het Financieele Dagblad

Van Neways, TMC Group en DPA Group zijn geen gegevens beschikbaar. Gezien de geringe marktkapitalisaties en dito free floats is dit niet verwonderlijk.

Opvallend zijn de hoge scores in ASMI en Imtech. Ook de impact bij Aalberts Industries en Acomo is relatief groot.

Vanuit de dynamische ontwikkeling (vergelijking met de situatie van 1 – 2 maanden geleden) blijkt met name de scherpe koersval van Imtech (van € 23,18 per 1 augustus naar het laagste niveau van € 15,60 per 9 augustus, ofwel -33%) voor een groot deel uit aangegane shorttransacties te zijn voortgekomen.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Imtech	11,8%
UNIT4	11,4%
Hunter Douglas	10,1%
Brunel International	8,9%
Nedap	8,8%
LBi International	8,5%
Koninklijke TenCate	7,7%
Amsterdam Commodities	6,4%
Neways Electronics International	5,6%
ASM International	5,0%
Overige 6 ondernemingen	15,8%
Liquiditeiten en overige	0,0%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Financiële markten blijven onderhevig aan een stevige vertrouwenscrisis. Ofschoon de in juli en augustus gepubliceerde halfjaarcijfers van de ondernemingen in onze portefeuille een zeer gezonde ontwikkeling indiceren, bestaat bij beleggers in toenemende mate onzekerheid met betrekking tot de economische vooruitzichten. Deze onzekerheid leidt per saldo tot een afbouw van als risicovol bestempelde (aandelen)beleggingen.

Inmiddels is de waardering van onze portefeuille op basis van door ons gehanteerde, conservatieve aannames, terechtgekomen op historisch lage niveaus.

De gewogen gemiddelde koers/winstverhouding voor 2011 bedraagt 9,2 en het getaxeerde dividendrendement komt op 4,0%.

Wij zijn ervan overtuigd dat de ondernemingen in de portefeuille in staat zijn een periode van economische nulgroei goed te doorstaan. De meerderheid van deze ondernemingen heeft dit in de vorige zware recessie van 2008 – 2009 ook daadwerkelijk bewezen.

Wij blijven daarom van mening dat de perspectieven van de ondernemingen in de portefeuille op middellange termijn onveranderd goed zijn.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Karel Vogel
Toon Wijlacker
Willem Burgers

Amsterdam, 5 oktober 2011

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen