

## MAANDBERICHT OVER FEBRUARI 2007

### Inleiding

In de verslagmaand is een begin gemaakt met de opbouw van de aandelenportefeuille. Er is voor een bedrag van ruim €20 miljoen belegd in 23 ondernemingen. Per 1 maart bedraagt de omvang van het beheerd vermogen ruim €33 miljoen, hetgeen impliceert dat per deze datum circa 60% van het vermogen in aandelen is belegd.

De intrinsieke waarde per participatie bedraagt per 1 maart €100,61 (1 februari: €100,-).

Per 28 februari bedraagt het fondsvermogen €27.446.213,-.

Per 28 februari bedraagt het totaal aantal uitstaande participaties 272.800.

### Portefeuillestructuur

De selectiecriteria die wij hanteren voor de samenstelling van de portefeuillestructuur zijn:

- grootte: midcap (marktkapitalisatie > €1 miljard), grotere smallcap (marktkapitalisatie tussen €0,5 en €1 miljard), kleinere smallcap (marktkapitalisatie tussen €0,1 en €0,5 miljard) of microcap (marktkapitalisatie < €0,1 miljard);
- kwaliteit: groei-fonds, value stock (hoog dividendrendement), overnamekandidaat, niche market leader of cyclisch aandeel;
- core – satellite: circa 80% van de portefeuille is belegd in ondernemingen waarvan wordt verwacht dat zij op middellange termijn (= 1,5 à 2 jaar) zullen bijdragen aan realisatie van de rendementsdoelstelling van gemiddeld ten minste 15% per jaar. Dit is de zogenaamde 'core' van de portefeuille. Circa 20% van de portefeuille is belegd in ondernemingen die hetzij in een turn around situatie verkeren, hetzij tijdelijk uit de gratie zijn bij beleggers vanwege korte termijn factoren, zoals bij voorbeeld een tegenvallend winstbericht. Van deze zogenaamde 'satellite' mag in beginsel een hogere total return worden verwacht dan van de 'core' portefeuille. Immers, ook het impliciet gekochte risico is hoger dan de (verwachte) hogere opbrengst.

De *valuecomponent* is overheersend in de huidige portefeuillestructuur. Wij zijn van mening dat de small- en midcapmarkt in beginsel kwetsbaar is voor een korte termijn correctie van 10-15%. Daarom is bewust gekozen voor een defensieve portefeuilleopbouw.

De grootste holding per 1 maart betreft een belang in software-ontwikkelaar Exact Holding. Deze onderneming publiceerde meevallende cijfers over 2006 met als speciaal aandachtspunt het feit dat de volledige winst over 2006 dit jaar als dividend zal worden uitgekeerd. Deze 100%-pay out is mogelijk vanwege de robuuste kaspositie en de gunstige winstvooruitzichten in het lopende boekjaar. Wij voorzien een stijging van het resultaat in 2007 van 5 à 10%, waardoor het aannemelijk is dat ook over 2007 de gehele winst aan aandeelhouders als dividend ter beschikking wordt gesteld. Dit impliceert dat aandeelhouders in een periode van 15 maanden vanaf heden (2\* €1,42 =) €2,84 aan inkomsten op de aandelen Exact tegemoet kunnen zien, hetgeen bij een koers van €27,- een rendement op jaarbasis van 8,4% betekent. Omdat het daarnaast niet valt uit te sluiten dat Exact dit jaar een sterkere groei realiseert dan voornoemde 5-10% - de onderneming levert vooral aan ondernemingen uit de MKB-sector die wat later in de economische cyclus aan een herstel beginnen - is een koersstijging tot een niveau van €35,- binnen 12-18 maanden onzes inziens realistisch.

Naast Exact Holding figureert een drietal bouwondernemingen in de portefeuille met 'value' als bepalend selectie criterium. Ballast Nedam, BAM Groep en Heijmans hebben, in vergelijking met het marktgemiddelde en buitenlandse bouwers, slechts een bescheiden waardering. Deze kan in de loop van dit jaar verbeteren wanneer blijkt dat deze ondernemingen profiteren van de momenteel gunstige bouwconjunctuur. De door bouwanalisten

nu gepubliceerde winsttaxaties voor deze bedrijven komen ons vooralsnog als te bescheiden voor. Ballast Nedam kwalificeert zich bovendien als een overnamekandidaat.

Het aandeel Nedap heeft ook alle kenmerken van een value-belegging. De onderneming, die zich toelegt op de productie van kennisintensieve toepassingen, zoals anti-winkeldiefstal-systemen en toegangscontrole-apparatuur, rapporteerde winstcijfers over 2006 die aanmerkelijk beter waren dan de gemiddelde marktverwachting en verhoogde de pay out tot een recordniveau van 90%. Op een koers van € 30,- bedraagt het dividendrendement momenteel een ruime 6%.

Het aandeel Stork is geselecteerd omdat de *break up value* van deze onderneming naar onze mening beduidend hoger is dan de huidige beurswaarde. Wij gaan ervan uit dat de controverse tussen de ondernemingsleiding en de activistische beleggers Centaurus en Paulsen uiterlijk volgend jaar zal worden beslecht. Een duidelijker focus op één of meer kerncompetenties zal de werkelijke waarde van het Stork-concern ontsluiten. Dit zal zich te zijner tijd kunnen vertalen in een waardering tot boven € 50,- voor het Stork-aandeel.

Macintosh Retail Group is een der grotere holdings in de portefeuille. Deze houdstermaatschappij van winkelformules als Kwantum, Halfords en BelCompany profiteert volop van het toegenomen consumentenvertrouwen en rapporteerde een recordresultaat over 2006. De onderneming kan als zeer sterk cash genererend worden omschreven. Na de verkoop van de laag renderende interior decorating activiteiten – Piet Klerx en Stoutenbeek - beschikt Macintosh over een substantiële oorlogskas om aanvullende acquisities te kunnen doen. Wij achten de huidige waardering van € 27,50 nog bescheiden in het licht van het aantrekkelijke toekomstige potentieel.

Sterk groeiende ondernemingen, waaronder wordt verstaan een winstgroei van jaarlijks minimaal 20% in de komende 3-jaars periode, zijn vertegenwoordigd in de portefeuille via Imtech (technische installatie en ICT), Unit 4 Agresso (software-applicaties), Koninklijke Ten Cate (textiele toepassingen, waaronder kunstgras en antiballistiek) LBI International (internet applicaties), Qurius (Microsoft-installatie) en Aalberts Industries (industriële toeleveringen en flow control systemen).

De cyclische component in de portefeuille wordt geleverd door kabelgroep Draka Holding. Deze onderneming heeft in 2006 de aanzet gegeven tot een krachtig resultatenherstel na een aantal minder voorspoedige jaren. Wij verwachten dat dit herstel in het lopende jaar verder zal worden vormgegeven. Terugkeer naar oude topkoersen laat nog een ruim stijgingspotentieel over vanaf het huidige koersniveau van € 23,-.

Een speciale positie is ingeruimd voor biotechnologie onderneming Crucell. Wij verwachten dat dit jaar cashflow-positief zal worden gedraaid en dat vanaf 2008 een winstgevende exploitatie tot de mogelijkheden behoort. Het aandeel is somtijds onderhevig aan heftige koersfluctuaties, hetgeen ons behoudend doet opereren aan de koopkant. Fornix BioSciences is eveneens actief in de biotechnologische hoek, maar al een groot aantal jaren winstgevend. Dit is vooral terug te voeren op succesproduct Oralgen (anti-allergiemiddel) dat in Nederland echter in toenemende mate concurrentie ondervindt van buitenlandse aanbieders. Wij gaan ervan uit dat Fornix er in 2007 in slaagt een of meerdere acquisities te doen, waardoor de winstafhankelijkheid van Oralgen zal verminderen. De riant kaspositie van de onderneming staat het intern financieren van acquisities ruimschoots toe.

In het *satellite* deel van de portefeuille hebben wij belangen genomen in Kendrion en Samas. Industrieel toeleverancier Kendrion kende een uitstekend vierde kwartaal 2006. Hiermee is een goede basis gelegd om in 2007 een sterke winsttoename te tonen. Het herwonnen vertrouwen van de ondernemingsleiding kwam mede tot

uiting in de aankondiging om de aandelen 4:1 reverse te splitsen. Kantoormeubilairproducent Samas rapporteerde een teleurstellend resultaat over het eerste halfjaar van het gebroken boekjaar 2006/2007, met name door een vertraging in een ICT-project. Daarentegen was een omzetstijging van 20% het eerste signaal dat de zogenaamde top-line groei gaat versnellen. Tegen deze achtergrond hebben wij er vertrouwen in dat Samas de komende twaalf maanden een turn around moet kunnen bewerkstelligen die de aandelenkoers ten minste 30% moet kunnen laten stijgen.

Tenslotte hebben wij bescheiden pakketten verworven in een drietal microcaps. DNC, De Nederlanden Compagnie, is een snel expanderende onderneming op het gebied van de inzet van flexibele arbeid in de hogere segmenten (financieel, juridisch, etc). De onderneming verwacht in 2007 een winstverdubbeling te realiseren van € 1,8 miljoen naar € 3,5 miljoen.

Amsterdam Commodities kende een uitstekend 2006. Specerijenhandelaar Catz International en het 43%-belang in rubberhandelaar RCMA Commodities Asia kregen vorig jaar binnen de holding versterking van TEFCO Food Ingredients en wisten gezamenlijk een recordresultaat van meer dan € 7 miljoen te realiseren (+ 40-50% t.o.v. 2005). Van Nyloplast (kunststof halffabrikaten, ontwerp en productie van bedieningspanelen en bewegwijzering) zijn de definitieve jaarcijfers 2006 nog niet bekend. Wij voorzien een winsttoename van circa 20%, identiek aan de vooruitgang in het eerste halfjaar.

#### Vooruitzichten

In de laatste week van februari en de eerste handelsdagen van maart werd het marktbeeld gekenschetst door een golf van winstnemingen. Wij voorzien voor de komende periode een geleidelijke terugkeer naar een meer stabiele marktomgeving. Echter, omdat wij een verdere koerscorrectie niet uitsluiten, zullen wij ons terughoudend opstellen waar het de uitvoering van onze aankoopprogramma's betreft.

Wij vertrouwen erop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd en zijn desgewenst graag bereid tot het geven van nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,  
W.F. Burgers  
K.J. Vogel

5 maart 2007