

MAANDBERICHT OVER MAART 2007

Inleiding

In maart is aan de opbouw van de portefeuille een vervolg gegeven. Per maandultimo was voor een bedrag van ruim €27 miljoen belegd in 24 ondernemingen. Per 1 april bedraagt de omvang van het beheerd vermogen ruim €36 miljoen, hetgeen impliceert dat per deze datum 75% van het vermogen is belegd.

De intrinsieke waarde per participatie bedraagt per 1 april €103,58 (1 maart: €100,61).

Per 1 april bedraagt het fondsvermogen €36.063.581 en staan 348.182 participaties uit.

Ontwikkelingen in de portefeuille

Het accent van de beleggingen bleef onveranderd gericht op de als defensief bekend staande namen. De uitbreidingen in de portefeuille hadden in maart echter veelal betrekking op ondernemingen met een verhoudingsgewijs hoog winstmomentum. In dit kader vergrootten wij de posities in Draka Holding, Neways en LBI International. Deze bedrijven varen wel bij de huidige economische hoogconjunctuur en hebben daarenboven de achterliggende jaren hun organisatiestructuur tijdig aangepast aan de zich nu aandienende productiekansen. Inzake Draka leidde dit, na een koopaanbeveling van ABN AMRO, tot het bereiken van het door ons gestelde koersdoel van €28,-. Dit was voor ons aanleiding eenderde van de positie met 18% koerswinst te verkopen.

Wij participeerden in een onderhandse plaatsing van aandelen De Nederlanden Compagnie (DNC) tegen een koers van €10,75. DNC is actief in detachering van financiële en juridische specialisten en is met een verwachte winst per aandeel van €0,80 (NB: dit is de prognose van de onderneming!) veruit de laagst gewaardeerde onderneming in de betreffende sector.

Het kleine belang in Amsterdam Commodities (Acom) werd met een ruime winst verkocht. Op een koers van €4,60 menen wij dat het opwaarts koerspotentieel van Acom op middellange termijn beperkt is.

Tijdens de kortstondige marktcorrectie van begin maart zijn wij gestart met een aankoopprogramma in ingenieursbureau Arcadis. Met name in de Verenigde Staten boekt Arcadis imposante successen bij de uitvoering van milieu-gerelateerde projecten. De onderneming kan daarbij tevens bogen op een track record met een stijgend winstmomentum.

Een tweede nieuwe naam in de portefeuille is Wavin, Europees aanbieder van kunststof leidingsystemen. Dit aandeel werd vorig jaar op Euronext geïntroduceerd als resultaat van een verkoop van een 48%-belang door private equity maatschappij CVC. Wij voorzien de komende jaren een sterke groei van de winst per aandeel van Wavin, mede gesteund door een actief acquisitiebeleid. Niettemin zijn wij terughoudend bij de uitbouw van de positie in het aandeel, omdat naar alle waarschijnlijkheid in mei een tweede herplaatsing van aandelen zal gaan plaatsvinden.

De koers van het aandeel Koninklijke Ten Cate (KTC) toonde in de verslagmaand een sterke stijging. Dit was mede het gevolg van de aankondiging van de overname van Mattex Leisure Industries, een producent en distributeur van kunstgras uit Dubai. Door deze overname wordt de strategische positie van KTC op de internationale kunstgrasmarkt op vier onderdelen wezenlijk versterkt. Allereerst is er een welkome uitbreiding van de productiecapaciteit, ten tweede wordt de productrange uitgebreid aan de onderkant van het prijsuniversum, waardoor KTC nu een totaalpakket onderscheidende kunstgrasproducten kan aanbieden, en ten derde neemt

KTC het klantenbestand van Mattex over, hetgeen de commerciële slagkracht van KTC belangrijk vergroot. Tenslotte zal de directe winstbijdrage van de overname substantieel zijn, vanwege enerzijds het uiterst efficiënte productieproces en anderzijds een gunstige lokale fiscale behandeling. Wij voorzien een winsttoename van ruim 30% in het lopende boekjaar voor het gehele concern. Op een recente koers van €29,- wordt daarmee nog geen 15 maal de getaxeerde winst voor het aandeel KTC betaald.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 april 2007 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Exact Holding	8,5%
Imtech	7,4%
Ballast Nedam	7,0%
Macintosh Retail Group	6,9%
Unit 4 Agresso	4,5%
Nedap	4,0%
Stork	3,8%
Draka Holding	3,3%
De Nederlanden Compagnie	3,2%
Neways Electronics	2,8%
Overige 15 ondernemingen	23,9%
Liquiditeiten en overige	24,7%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De achterliggende weken oefenen verschillende krachten hun invloed op de aandelenmarkt uit. Een inventarisatie:

- Tekenen van een afzwakkende Amerikaanse economie, het meest pregnant weergegeven door een wegzakkende huizenmarkt;
- Een krachtige groei van de West-Europese economie, waarbij het herstel in Duitsland, ondanks een BTW-verhoging in januari, aan momentum lijkt te winnen;
- De US-dollar die terrein moet prijsgeven ten opzichte van euro en yen;
- Een hoge potentiële overname-activiteit. De AEX-index wordt met name door de rally in financiële waarden - onder aanvoering van de koersstijging van ABN AMRO - naar nieuwe hoogten gestuwd. De waardering van de overige sectoren lijkt veeleer stabiel te blijven.

Tegen deze achtergrond achten wij de komende maanden een verhoging van de Europese rentetarieven en een verdere depreciatie van de US-dollar opportuun. In een dergelijke context is een tussentijdse correctie van de aandelenmarkt, zoals begin maart met circa 10%, zeker niet denkbeeldig. Derhalve handhaven wij vooralsnog

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

een terughoudend investeringsbeleid met een defensief accent in de portefeuille en een verhoudingsgewijs hoge cash component van ten minste 10%.

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

13 april 2007