

# KIJK OP VERMOGEN

Dresdner VPV NV | Value Investing special



Value Investing special

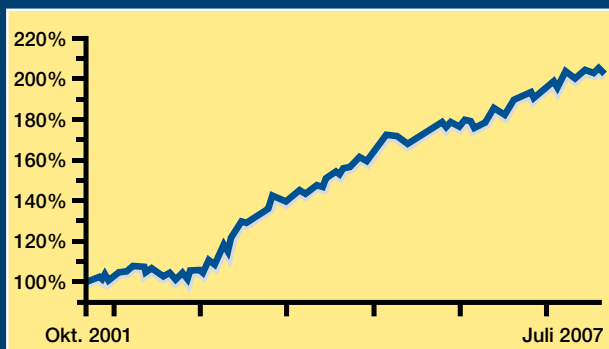
Over de waarde van waardebeleggen

Fried van 't Hof

'Het blind volgen van een aandelenindex is er niet bij'



# Phoenix Fund



## ZEER BIJZONDERE BEURSGANG OP EURONEXT!

### Phoenix Fund: vanaf 1 oktober genoteerd in Amsterdam

Goed nieuws! Want vanaf die datum kunt u dus dagelijks beleggen in dit volstrekt unieke beleggingsfonds, eenvoudig via uw eigen bank of broker. U heeft dan direct toegang tot het hoge rendement van één van Nederlands meest exclusieve beleggingsconcepten. Het Phoenix Fund volgt een bijzondere strategie waarbij belegd wordt in ondergewaardeerde effecten en incurante producten. Met deze specialistische aanpak zijn sinds de oprichting van het fonds in 2001 hele fraaie rendementen behaald. Zelf beleggen in zo'n complexe portefeuille is ondoenlijk. Maar via het Phoenix Fund kan het dus wél. Vanaf 1 oktober, gewoon via de bank...

Phoenix Fund  
is een product van Dresdner VPV NV en Faptor Securities BV

**FAXTOR**  
s e c u r i t i e s

**DRESDNER VPV**  
Private Wealth Management

Bel voor informatie: tel. 020-3050600 of 0182-597777  
Of kijk op [www.phoenixfund.nl](http://www.phoenixfund.nl).



## Inhoud



**Clïent: Maarten Graveland** 4

‘Ik neem afstand en laat ze hun gang gaan’



**Rondetafelgesprek** 6

Fried van 't Hof, René van der Zeeuw en Najib Nakad over hun visie op Value Investing.



**Frans de Roon** 8

‘Systematisch beleggen in value stocks kan lonen’



**Client: John Reinerie** 18

De kracht van het kleine

**En verder...**

De keuze van Mark Vermeulen	11
De keuze van René van der Zeeuw	12
De keuze van Fried van t Hof	13
De keuze van Henk van Heijst	14
De keuze van Najib Nakad	15
De keuze van Mark Kwakkenbos	16
De keuze van Mark de Bruijne	17
Anders bekeken	20
Fund update	21

# Voorwoord

**W**ie aan Value Investing denkt, denkt aan Veer Palthe Voûte. Tenminste, vanaf nu denkt u hopelijk aan Dresdner VPV NV bij het horen van deze beleggingsvorm. VPV gaat namelijk verder onder de naam Dresdner VPV NV, én we gaan verder met value investing. Want wij geloven in deze manier van beleggen. We zoeken voor u naar aandelen en obligaties die kans bieden op een goed rendement. Een absoluut rendement. Bij Value Investing kijken we niet naar een benchmark. Vele vermogensbeheerders zoeken de luwte van de benchmark. Dresdner VPV NV doet dat anders.



Onze eigenzinnige manier van beleggen is niet alleen de reden voor enthousiasme bij klanten, maar ook voor positieve reacties van deskundigen. De resultaten overtuigen onze klanten van de meerwaarde van Value Investing en de deskundigen zien er ook de voordelen van. Meer daarover leest u in deze special van de Kijk op Vermogen. Hoewel Value Investing inmiddels geen onbekende term meer voor u zal zijn, is het prettig nog eens een aantal verhalen bij elkaar te binden over ons paradepaardje. En dat het niet voor niets een manier van beleggen is waar wij trots op zijn, zult u lezen in de verhalen in deze special.

Dresdner VPV NV gaat door op de ingeslagen weg. Met de expertise en ervaring van ons team van beleggers doen we dat met vertrouwen. Onze beleggers blijven zoeken naar nieuwe beleggingskansen met uitzicht op een positief rendement. Dat werk gaat door, zodat u ervan kan blijven genieten!

**Met vriendelijke groet,  
Fried van 't Hof**

# Volste vertrouwen

Voor Maarten Graveland is het simpel: zonder Henk van Heijst en Dresdner VPV zat hij er nu aanzienlijk minder warmpjes bij. Zeker als hij volledig boer was gebleven. De belegging bij VPV levert in ieder geval een veel hoger rendement op dan een boerenbedrijf.

**K**om, ik laat je even de Henk van Heijst-serre zien', zegt Maarten Graveland halverwege het gesprek. Hij loopt naar het voormalige zomerhuis dat naast zijn eigen huis staat. Hier blijkt zijn zus Sonja te wonen die toevallig net in de bijzonder smaakvol ingerichte serre zit. 'Die naam is natuurlijk een grapje, hoewel het wel waar is. Ik heb het gefinancierd met het rendement op mijn geld dat bij VPV wordt belegd', vertelt ze. En het gesprek begon al zo goed in de tuin van Maarten Graveland. Met een uitzicht dat in de afgelopen 200 jaar niet wezenlijk is veranderd. Nou ja, als je de goede kant op kijkt, want Graveland woont op de rand van de gemeente Midden Delfland. Aan de ene kant een prachtig uitzicht, aan de andere kant de glazen stad. En heel in de verte Rotterdam. Graveland is boer in ruste, althans in betrekkelijke rust. Want hij heeft nog steeds in het weideseizoen een koppel mestvee en dat is genoeg om zich boer te mogen noemen. Maar het melkquota heeft hij verkocht, net zoals een stuk grond. 'Op een gegeven moment sloeg ik aan het rekenen. In het bedrijf zou ik flink moeten investeren en een aanzienlijk risico nemen. Terwijl ik het ook kon verkopen en met geld kon gaan beleggen en daarvan gaan leven. Dat lukt bijzonder goed. Zeker sinds ik het geld in Gouda laat beheren.'

## Broedende kip

'Ik kwam Henk van Heijst tegen via Gerrit van Buren bij mijn toenmalige bank. Gerrit vertelde me over wat Henk met geld doet en dat interesseerde me direct. Toen Henk naar VPV ging, ben ik meegegaan. Maar puur voor hem. Ik heb enorm veel geluk gehad dat ik hem ben tegengekomen. Het is fantastisch dat ik gebruik kan maken van wat hij doet.' Graveland belegde zijn geld aanvankelijk niet alleen bij Dresdner VPV, maar ook bij andere banken. 'Maar

die portefeuilles zijn inmiddels afgebouwd. Het is niet handig en het levert ook niet zoveel rendement op.' Ook zelf beleggen beviel niet. 'Eind jaren tachtig heb ik een pc gekocht en ben zelf wat gaan handelen. Maar toen het spannend werd, vond ik het eigenlijk niet meer zo leuk. Toen dacht ik: "wat doe ik moeilijk", en ben er mee gestopt.'

'Wat ze in Gouda precies met het geld doen, weet ik niet. Natuurlijk krijg ik regelmatig een overzicht en zie waar mijn geld in is belegd, maar ik heb er het volste vertrouwen in dat dat goed zit. Ik bel er niet over, je moet een broedende kip niet storen. En dus neem ik afstand en laat ik ze hun gang gaan. Heerlijk toch. Ik kijk naar het rendement en dat bevalt meestal. Soms heb je ook wel eens -15 in een kwartaal, maar wat mij betreft gaat het om het rendement aan het eind van het jaar. En dat was vorig jaar 18,7 procent en het jaar ervoor 19,5 procent. Ongekende getallen. Als ik dat aan anderen vertel, staan ze wel even met de ogen te knippen.'

En bij dat knippen blijft het niet, want Graveland heeft in de loop der jaren al heel wat klanten naar binnen gebracht in Gouda. Waaronder zijn zus Sonja: 'Wij zijn met negen broers en zussen en vijf daarvan zijn klant bij Dresdner VPV. Als de envelop van VPV binnenkomt dan bellen we even met elkaar om te kijken wie het hoogste rendement heeft gehaald. Dat is natuurlijk een beetje afhankelijk van het moment van instappen, maar ikzelf heb wel eens een jaarrendement van veertig procent behaald.' Maarten Graveland is ondertussen een tevreden mens: 'Soms moet je ook een beetje geluk hebben in het leven. Ik heb de boerderij gekocht uit de boedel van mijn vader. Die was toen relatief goedkoop. Het melkquota heb ik in feite gekregen. Dat is natuurlijk geluk. Maar het grootste geluk is toch wel dat ik Van Heijst tegenkwam.'



*Maarten Graveland*

## Rondetafelgesprek over Value Investing

# ‘Wij gaan niet over één nacht ijs’

Het succes van Dresdner VPV is te danken aan Value Investing. Maar wat houdt Value Investing eigenlijk in en wat is er zo typerend aan deze werkwijze van Dresdner VPV? Fried van 't Hof (directeur), René van der Zeeuw (hoofd beleggingen) en Najib Nakad (fondsmanager) zaten om de tafel om hierover door te praten.

### Wat verstaan jullie onder Value Investing?

**René van der Zeeuw:** ‘Value Investing betekent voor ons dat wij op zoek gaan naar vermogenstitels die ondergewaardeerd zijn. De waardering van deze aandelen is niet terecht en wordt door ons hoger ingeschat.’

**Fried van 't Hof:** ‘Dat is een onderscheidende manier van beleggen, die over het algemeen ook nog eens veel rendement oplevert. Daarbij gaat het om het behalen van absoluut rendement, onafhankelijk van de marktomstandigheden. Het blind volgen van een aandelenindex is er niet bij.’

**Najib Nakad:** ‘In onze zoektocht naar ondergewaardeerde aandelen richten wij ons vooral op Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Hongkong. Daar zijn technische redenen voor. De aandelenmarkten in deze landen functioneren goed en er is sprake van een toezichthouder. Daarnaast zijn er veel beursgenoteerde ondernemingen en de toegankelijkheid is erg groot.’

**Van der Zeeuw:** ‘Maar dat betekent niet dat we andere landen uitvlakken. Integendeel, we breiden ons kennisgebied steeds meer uit richting Europa. De focus ligt ook op België, Griekenland en Scandinavië.’

**Van 't Hof:** ‘Bovendien bestuderen we nieuwe toetredende markten in Europa ook vrij intensief. Denk daarbij aan landen als Turkije en Hongarije.’

### Hoe gaan jullie te werk?

**Van der Zeeuw:** ‘Dresdner VPV is bekend om zijn expertise op het gebied van Value Investing. Alle fondsmanagers in onze organisatie bekijken alle informatie die voorbij komt met een value-bril op. Zo pluizen we bijvoorbeeld kranten uit en lezen we persberichten grondig. Daarnaast gaan we natuurlijk ook actief op zoek naar kansen in de markt.’

**Van 't Hof:** ‘We besteden veel tijd aan het bestuderen van de balans van een bedrijf. Het kan zijn dat een bedrijf uit drie divisies bestaat waarvan één divisie slecht draait. Dit heeft zo'n invloed dat er dan vaak sprake is van een ondergewaardeerd aandeel, omdat de andere twee divisies wel winstgevend zijn. Voor ons is heel belangrijk dat we kunnen beargmenteren waarom zo'n aandeel zo laag genoteerd staat. Er moet een trigger zijn die de onderliggende waarde van een aandeel kan doen ontluiken. Daarbij gaan we uit van een aantal basisvoorwaarden. Zo moet het bedrijf een stabiele cashflow genereren, een dividend uitkeren en een sterk management aan het roer hebben. De dividendinkomsten gelden feitelijk als vergoeding voor het wachten totdat de trigger zich manifesteert.’

**Van der Zeeuw:** ‘Dit houdt in dat we goed moeten weten hoe een bedrijf in elkaar steekt. Daarom stoppen wij elk jaar weer heel wat tijd in het doornemen van allerlei jaarverslagen en bezoeken we minimaal een keer per jaar het management van de bedrijven waarin we participeren.’

**Van 't Hof:** ‘We willen weten met wat voor mensen we te maken hebben, wat hun visie is en of ze met beide benen op de grond staan. Kortom, zijn ze betrouwbaar? Deze aanpak geldt voor alle beleggingen. Ad hoc beslissingen zijn bij VPV dan ook niet aan de orde. We reageren wel eens op onderwaarderingen, maar dat doen we alleen als we het desbetreffende bedrijf kennen en dus al een lange tijd volgen. We proberen nuchter

*‘Er moet een trigger zijn die de onderliggende waarde van een aandeel kan doen ontluiken.’*



Vlnr: René van der Zeeuw, Fried van 't Hof en Najib Nakad.

naar de cijfers te kijken en ons niet te laten beïnvloeden door de media.'

**Van der Zeeuw:** 'Al valt die invloed van de media ook wel mee, omdat we in een vijver vissen waar anderen niet of nauwelijks naar omkijken.'

**Van 't Hof:** 'Dat onderscheidt ons van andere partijen als bijvoorbeeld Robeco en ING. Wij vliegen onder het radarscherm van de grote bedrijven door, zitten in een totaal ander speelveld. Het komt wel eens voor dat we als enige naar een bepaalde situatie kijken.'

**Van der Zeeuw:** 'Het mooiste is natuurlijk als aandelen die "klein" zijn uiteindelijk in het grote speelveld terecht komen.'

**Van 't Hof:** 'Gelukkig gebeurt dat wel eens. Al moet je daarvoor wel geduld hebben. Soms koop je een aandeel of obligatie en komt diezelfde middag nog de onderwaardering eruit, maar vaker moet je jaren afwachten voordat er sprake is van beloning. Omdat wij een onafhankelijke beleggingsstijl voeren, hoeven wij ons niet druk te maken over het tijdspeel. Dit is tegenstelling tot de beleggingsafdelingen bij grote banken. Daar is vaak sprake van politieke druk van bovenaf.'

**Van der Zeeuw:** 'Wij laten ons niet leiden door de waan van de dag. Dat is ook de reden waarom medewerkers van VPV nooit optreden als commentator bij een medium als Business News Radio. Wij kijken naar het beleggingsbeleid voor de lange termijn.'

**Nakad:** 'Bovendien hebben wij niet echt een mening over de markt. Onze focus ligt vooral op bedrijven.'

#### Zijn er trends?

**Van 't Hof:** 'Het aanbod van goede beleggingskansen is een cyclische beweging.'

**Nakad:** 'In feite is het zelfs een contracyclische beweging. Als de economie op volle toeren draait, dan moeten wij als beleggers rustig afwachten.'

**Van 't Hof:** 'In tijden van hoogconjunctuur regeert namelijk het optimisme. Dit vertaalt zich naar hogere waarderingen, ook op de beurs. Een value belegger is dan ook een tegendraads mens. Als iedereen optimistisch is, is hij juist pessimistisch, en omgekeerd. In het Engels hebben ze voor zo'n belegger een term: een contrarian.'

**Nakad:** 'In zo'n optimistische periode is het voor ons als value

beleggers nodig om de veiligheid van de beleggingen te bewaken. Het is beter om te wachten dan om iets te doen waar je niet achterstaat.'

**Van der Zeeuw:** 'En dat doen we dus ook niet.'

**Van 't Hof:** 'Begin 2007 was het aantal beleggingsmogelijkheden voor ons beperkt. We vonden de mogelijkheden wel, maar met moeite. De waarderingen waren immers erg hoog. Maar de subprime-crisis in Amerika heeft ervoor gezorgd dat het compleet omgedraaid is. Dit is een gezonde correctie waar wij niet van in paniek raken.'

#### Hoe worden de beleggingen ingedeeld?

**Van der Zeeuw:** 'Een beleggingsportefeuille of een beleggingsfonds bestaat uit verschillende categorieën, zoals aandelen en obligaties. Bij VPV fungeren onze aandelen- en obligatiespecialisten als een team. De verschillende partijen discussiëren over de kansen die zich voordoen. Dit heeft ervoor gezorgd dat we de laatste jaren de value kansen nog beter aanvoelen.'

**Van 't Hof:** 'Een investment case moet altijd bepaalde ingrediënten bevatten. De fondsmanager bekijkt dit grondig en gaat daarna nog eens te rade bij zijn collega's. Op het moment dat hier een positief antwoord op volgt – overigens hoeft er geen consensus over te zijn – gaat de fondsmanager over tot investering. Bij VPV gaan we zeker niet over één nacht ijs.'

**Nakad:** 'En ook al heeft elke fondsbeheerder zijn eigen focus, dit betekent niet dat je aan grenzen vastzit. Je kijkt over grenzen heen.'

**Van der Zeeuw:** 'Niet iedere belegger is geschikt om als value belegger aan de slag te gaan. Bij ons werken beleggers die gewend zijn om in een team te werken, een mening durven te geven en geduldig kunnen zijn. Daarnaast schuilt in iedere fondsmanager toch een beetje een ondernemer. Je moet soms posities innemen waardoor je ondernemend aan het beleggen bent.'

**Van 't Hof:** 'Deze beleggingsstijl, die veel overeenkomsten vertoont met die van Amerika's bekendste value belegger Warren Buffett, hanteren wij al jaren. Het is prettig om te merken dat onze aandeelhouder, de Dresdner Bank, ons die gelegenheid biedt, ook al is hun eigen beleid heel anders. Onze beleggingsstijl is onafhankelijk en dat willen we graag zo houden.'



*Prof. dr. Frans de Roon*

Prof. dr. Frans de Roon (Universiteit van Tilburg)  
over Value Investing:

# 'Systematisch beleggen in value-stocks kan lonen'

Is beleggen nu een praktisch vak, een ambacht bij wijze van spreken?

Of is beleggen vooral geschikt voor wetenschappers? Prof. dr. Frans

de Roon hoor je daarover geen definitief oordeel vellen. Wel is hij

gefascineerd door theorievorming op het terrein van beleggingen.

**N**ee, zelf belegt hij niet. Althans, niet actief. Voor een hoogleraar op het gebied van beleggen – prof. dr. Frans de Roon is verbonden aan de faculteit Economische Wetenschappen van de Universiteit van Tilburg – is het niet perse nodig, vindt hij, om zelf actief te beleggen. 'Ik beschouw dit vakgebied vooral als interessant omdat er nog zoveel mogelijkheden zijn om onderzoek te verrichten. Via onderzoek probeer je keer op keer nieuwe hypothesen te ontwikkelen, verbanden te zien die anderen nog niet hebben gezien of onderzocht. Dat maakt dit terrein zo boeiend voor wetenschappers.'

De Roon promoveerde in 1997, werkte aanvankelijk in Rotterdam aan de Erasmus Universiteit en nu in Tilburg. De afgelopen jaren hield hij zich bezig met verschillende soorten onderzoek, waaronder contractonderzoek. Onder meer is hij actief geweest met onderzoek naar kredietrisico's voor de Gasunie, met onderzoek voor de energiebeurs en met onderzoek naar renterisico's in hypotheeklen voor de Autoriteit Financiële Markten. Verder onderzoekt hij op verschillende manieren bewegingen op de internationale aandelenmarkten. Zo hebben emerging markets al lange tijd zijn aandacht. 'De manier waarop in die landen A- en B-aandelen aanwezig zijn, heeft implicaties voor de verhouding tussen risico en rendement. Dat is waar het om draait met beleggingen. Buitenlandse beleggers mogen bijvoorbeeld alleen in B-aandelen beleggen, de binnenlandse beleggers in A-aandelen. Zo'n systeem is vaak bedoeld om te

voorkomen dat buitenlands kapitaal te snel een financiële markt kan ontwrichten, maar gek genoeg is het tegendeel vaak het geval. Het bestaan van de beschermde aandelen zorgt voor extra risico op de aandelenmarkt en hogere geëiste rendementen. Op het moment dat je dat onderzoekt, kun je een statistische maatstaf ontwikkelen om de verhouding tussen risico en rendement goed te bepalen; de basis voor elke beleggingsbeslissing. Dat is een voorbeeld van uitdagend wetenschappelijk werk.'

## Is Value Investing een deelgebied waar veel onderzoek naar wordt gedaan?

'In de literatuur zie je de meeste wetenschappers vooral steeds teruggrijpen naar aandelen met een lage koers-winstverhouding en naar aandelen met een hoge book-to-market-verhouding. Kortom, het gaat om de prijs die je voor een aandeel moet neertellen in verhouding tot de reële onderliggende waarde. Je ziet ook vaak dat onderwaarderingen te vinden zijn bij kleinere ondernemingen. Daar wordt onderzoek dan ook veelal op gericht. Dat is de basis voor al die vormen van onderzoek. Wie systematisch belegt in dit soort aandelen, kan een structureel hoger rendement behalen, zo leert het verleden.'

## Waarom doet niet iedereen dat?

'Oh, daar zijn verschillende verklaringen voor mogelijk. Om te beginnen is het natuurlijk niet echt makkelijk om de waarde te bepalen. De prijs zie je, die staat netjes in de krant. Maar voor het



bepalen van bijvoorbeeld de contante waarde, daarvoor moet je een sector goed kennen, de bedrijfstak snappen, de onderneming doorgronden en goed kunnen rekenen. Daarnaast speelt er iets nog veel belangrijkers. Niet iedereen bevindt zich in een situatie dat hij of zij er verstandig aan doet om in dat soort aandelen te beleggen.'

#### Legt u eens uit.

'Je kunt beleggers in veel categorieën verdelen, maar laten we eens grofweg twee groepen onderscheiden. Mensen die in hun dagelijks leven al een zeker ondernemersrisico lopen. Bijvoorbeeld kleine zelfstandigen of directeurgrootaandeelhouders. Zij hebben een onzeker, fluctuerend inkomen. Daarnaast heb je een groep, waar ik ook toe behoor, die bij wijze van spreken nu al weet wat er over een paar jaar op het loonstrookje staat. Die eerste groep zal geneigd zijn om naar het totale plaatje te kijken van rendement en risico. Doordat in de ondernemingssituatie al risico wordt gelopen, is het mogelijk verstandiger om op de aandelenmarkt te kiezen voor de wat grotere aandelen. Omdat het risico van kleinere aandelen wellicht sterk lijkt op het ondernemersrisico, wordt het totale risico beperkt door daar niet in te beleggen. Die tweede groep, waar ik dus toe behoor, zal in z'n aandelenbeleggingen ook moeten kijken naar die andere aandelen waar het risico iets groter is, maar het geëiste rendement daarmee ook.'

#### Wat weten we nog niet van Value Investing?

'Eigenlijk ontzettend veel. Er zijn heel veel terreinen waar nog onderzoek naar kan worden verricht. Ik noem wat voorbeelden. Neem het mogelijke verband dat er zou kunnen bestaan tussen de resultaten van een kleinere onderneming, die mogelijk is

ondergewaardeerd, en de situatie op de arbeidsmarkt. Het zou kunnen zijn dat die kleinere ondernemingen gevoeliger zijn voor fluctuaties op de arbeidsmarkt dan grotere bedrijven. Met andere woorden: de werkloosheid stijgt, terwijl de waarde van de value aandelen daalt. Let wel, dit zou een gedachte kunnen zijn die onderzocht zou kunnen worden. Misschien blijkt er ook een verband tussen ontwikkelingen op de onroerend goed markt en de value stocks. Allemaal gebieden waar we nog veel meer te weten van moeten komen en waar actief onderzoek naar wordt gedaan.'

#### Value beleggers kijken doorgaans niet echt naar de markt, maar vooral naar individuele aandelen. Is dat verstandig?

'Ja en nee. Eigenlijk kun je voor een eerste inzicht in de waarde van een aandeel een eenvoudig model hanteren. Daarbij is de prijs de uitkomst van het delen van de hoogte van het dividend door de kostenvoet minus de groei. Tijdens de internethype was het invullen van het getal voor de verwachte groei niet te doen. De kostenvoet kon je misschien nog wel bepalen, maar de groei eigenlijk niet. Dan blijkt al snel dat je er op individueel niveau moeilijk uitkomt. Dan kun je misschien beter wel naar de markt als geheel kijken om de groei van een sector te taxeren. In die modellen, hoe eenvoudig of gecompliceerd ze ook maakt, hangt de rekensom af van aannames. Dat is heel moeilijk te doen voor een bedrijf, en daarom helpt inzicht in marktpatronen zeker om die aannames betrouwbaarder te maken. Immers, als je een waardering wilt uitrekenen en je verandert het percentage groei van acht naar zes, dan kan de uitkomst bijvoorbeeld al snel een kwart afwijken. Vijfentwintig procent. Ofwel, het verschil tussen wellicht een correcte waardering en een onderwaardering.'

#### Wat is het belangrijkste verband wat er wetenschappelijk is onderzocht op het terrein van value beleggen?

'Ik denk toch wel het verband met de business cycle. Dit is een empirisch fenomeen dat ook ondersteund wordt door nieuwe modellen. Risicopremies op aandelenmarkten lijken hoger te zijn in recessies, perioden waarin veel beleggers het zich wellicht niet kunnen veroorloven om in aandelen te beleggen. Wie dat systematisch volhoudt en de perioden van lage waardering daadwerkelijk kan benutten om dan te kopen en te verkopen in een latere fase van de cyclus kan bovengemiddelde rendementen behalen. Daarnaast is momenteel de relatie tussen individuele value aandelen en de business cycle bijvoorbeeld een belangrijk onderwerp van onderzoek.'

#### Frans de Roon (1969)

Hij is een wetenschapper, studeerde in 1993 af aan de Universiteit Tilburg als bedrijfseconoom. Promoveerde daar in 1997 cum laude op een proefschrift over portefeuillekeuze, opkomende markten en termijnmarkten. Op dit moment is hij, naast diverse nevenactiviteiten, werkzaam als hoogleraar Beleggingstheorie aan de Universiteit van Tilburg.



Mark Vermeulen

De beleggers van Dresdner VPV zijn altijd op zoek naar interessante waardebeleggingen. Allemaal hebben ze een voorbeeld gekozen van een belegging die voor hun een typische value belegging is. De keuze van... **Mark Vermeulen**

## Jensen Group

De Belgische onderneming Jensen is voor de meeste beleggers (zelfs in België) een grote onbekende. Als gevolg van het feit dat de marktkapitalisatie van Jensen slechts zeventig miljoen euro bedraagt, wordt het aandeel niet of nauwelijks door de grote banken gevolgd. Het bedrijf is echter vanuit een value perspectief absoluut de moeite waard om eens wat beter te bekijken.

**Z**oals uit de naam van de onderneming al blijkt, vindt Jensen haar oorsprong in Denemarken. De Deen Jorn Jensen begint in 1937 in het Deense Bornholm de onderneming die actief is in de vervaardiging van was- en strijkapparatuur voor de professionele markt. Na een reeks acquisities verkrijgt Jensen eind jaren '90 een beursnotering in België en de onderneming groeit onder leiding van de tweede generatie Jensen uit tot een internationaal bedrijf met een breed productaanbod.

In 2006 besluit Jensen een grote divisie, de industriële wasmachines, af te stoten. Uit de opbrengst van deze divisie ontvangen de aandeelhouders van Jensen een superdividend. Na deze verkoop richt het bedrijf zich uitsluitend op de geautomatiseerde was-, strijk- en vouwsystemen voor onder andere ziekenhuizen, hotels en cruiseschepen. De kapitaalsuitkering eind 2006 zorgde, vanuit value perspectief, voor een interessante situatie. De winstgevendheid van de wasmachinedivisie is, in vergelijking tot de resterende activiteiten, relatief laag. Door de goede prijs die Jensen voor deze divisie wist te bedingen werd zodoende de impliciete waardering voor de overgebleven activiteiten omlaag gebracht. Na de kapitaalsuitkering bleef, naar onze mening, een zeer aantrekkelijk geprijsde onderneming over die met meer focus actief kan zijn op een sterke groeiemarkt.

### Stimulans

Twee spelers domineren de markt voor industriële wasprocessen: het Duitse Kannegiesser en Jensen Group. Ondanks het feit dat er een sterke mate van concurrentie tussen beide spelers heerst, behalen beide ondernemingen mooie marges. Door de sterke groei van de wereldeconomie weet Jensen al jarenlang een mooie omzetgroei te boeken. Belangrijke groeiemarkten zijn onder andere hotels en cruiseschepen. De wassystemen van Jensen zijn in staat om volledig geautomatiseerd de handmatige wasprocessen over te nemen. Bij de

groei van bijvoorbeeld een hotelketen of ziekenhuis wordt het bij een zekere omvang voordeliger om een systeem van Jensen te plaatsen dan de was handmatig te blijven uitvoeren. Hierbij zijn ook factoren als de beschikbaarheid van personeel, de stijgende minimumlonen en de beschikbaarheid van schoon water van belang. In bepaalde provincies in China is het gebrek aan schoon water een belangrijk probleem, wat de groei van de veel efficiëntere wassystemen een belangrijke impuls geeft. In de westerse landen is de stijging van het minimumloon een belangrijke stimulans. Het personeel dat vervangen kan worden door een geautomatiseerd systeem valt vaak in deze salariscategorie en met de toenemende opwaartse druk op het minimumloon groeit zodoende de relatieve aantrekkelijkheid van een wassysteem.

### Recordwinst

Jensen zal over 2007, naar alle waarschijnlijkheid, een recordwinst gaan presenteren. De orderboeken zitten nog steeds bijzonder vol en de productie draait op volledige capaciteit. Naar onze verwachting is het niet uitgesloten dat Jensen hierdoor besluit om meer productiecapaciteit toe te voegen, waardoor de omzet verder kan toenemen. Ondanks de zwakke dollar en de hoge staalprijs zal Jensen dit jaar ongeveer één euro per aandeel gaan verdienen. De koers van het aandeel Jensen is sinds onze aankopen begin dit jaar toegenomen van 6 euro naar de huidige koers van 8,50 euro. Ondanks deze stijging vinden wij Jensen nog steeds een bijzonder aantrekkelijk geprijsd aandeel dat nog veel stijgingpotentieel heeft.

Jensen betaalde in 2007 een dividend van 0,25 euro per aandeel. Door de gunstige winstontwikkeling en solide balans denken wij dat dit verder omhoog kan, waarbij volgend jaar op ongeveer 0,40 euro mag worden gerekend. Ook gaan wij uit van een verdere stijging van de nettowinst in de komende jaren en wij vinden dat Jensen hierdoor een veel hogere waardering verdient. Alhoewel het natuurlijk pas achteraf blijkt of het écht een deep value belegging is.

# CalComp Electronics

Tijdens onze speurtocht naar waardekanen, liepen we tijdens een reguliere screening van de markt in augustus 2006 aan tegen CalComp; een elektronica-producent uit Thailand. Wat ons intrigeerde was een dividendrendement van bijna elf procent, een koers-winstverhouding van minder dan zeven en een kwartaalstatement waar het vertrouwen vanaf droop. Onderstaand een samenvatting van de investment case, zoals die toen (in 2006) werd opgesteld. Het fonds is inmiddels op een koers van meer dan 6,5 uit de portefeuilles verdwenen.



René van der Zeeuw

De beleggers van Dresdner VPV zijn altijd op zoek naar interessante waardebeleggingen. Allemaal hebben ze een voorbeeld gekozen van een belegging die voor hun een typische value belegging is.

De keuze van... **René van der Zeeuw**

C

al-Comp Electronics (CCE) is een in Thailand gevestigd Electrical Manufacturing Services (EMS) bedrijf dat vooral in opdracht van derden werkt, zoals HP, Panasonic, Olivetti, Motorola, etc. Momenteel bestaat de onderneming uit vier divisies:

- 63% van de omzet: Computer Equipment (printers en PCB's)
- 33% van de omzet: Telecommunicatie (mobiele telefoons en alle denkbare toebehoren, incl. GPS)
- 3% van de omzet: Thuis kantoor benodigdheden (o.a. fax)
- 1% van de omzet: Home Entertainment (Personal Media Player e.d.)

De divisie computer equipment realiseert de hoogste groei. Vier jaar geleden was HP nagenoeg de enige klant van CCE, nu is HP nog goed voor zestig procent van de Sales. Een verdere verlaging van dit percentage is waar de onderneming naar streeft. Opvallend genoeg zijn de bestaande aandeelhouders momenteel nog maar goed voor acht procent van de totale omzet van CCI.

Per ultimo 2005 beschikte CCE over negen fabrieken; zes gevestigd in Thailand en drie in China. De nieuwste fabriek in China is per oktober

2005 operationeel. In totaal werken er bijna 10.000 mensen bij CCE en werd er in 2005 een omzet gerealiseerd van 1,5 miljard Amerikaanse dollars. Daadwerkelijk wordt 96 procent van de omzet gegenereerd in dollars. Tachtig procent van de kosten luidt in dollars. De onderneming verwacht dit jaar een omzet te realiseren van twee miljard dollar; een verdrievoudiging vanaf 2002.

De bezettingsgraad is momenteel nagenoeg honderd procent, uitgaande van één shift per dag. De verwachting is dat het bedrijf in het derde kwartaal, doorgaans het beste kwartaal van elektronica-producten, voor een deel overgaat op meerdere shifts per dag. Veel geeft het niet uit aan R&D. Als percentage van de sales lijkt dit al jaren rond de twee procent te schommelen. Het bedrijf beschrijft haar eigen core competenties als Cost Leadership, een Solid Customer Base, Continuous New Products Introduction en Manufacturing Efficiency&Effectiveness.

Qua margeontwikkeling mag in deze concurrerende en groeiende marktomgeving geen wonder verwacht worden. Het pleit voor CCE dat het al jaren een redelijke winst behaalt en dat ook de huidige omzetboost een niet al te dramatische impact op de marges heeft gehad.

Het management van CCE wordt door ons bekende bronnen betiteld als zeer betrouwbaar: 'they deliver what they say'.

## Onbekend

Op basis van de verwachte winst van 2006 bedroeg de koers-winstverhouding 6,6. Toegegeven, met marges van twee à vier procent hoeft er geen double digit waarderingscijfer uit de waarderingshoed te komen, maar de conclusie leek mij gerechtvaardigd dat deze onderneming niet duur is. Als we het dividendrendement in ogenschouw nemen, dan is de conclusie te trekken dat CCE een extreem goedkoop aandeel is met een yield van bijna elf procent. De onderneming heeft sinds de beursnotering in 2001 een sterk record opgebouwd door meer dan vijftig procent van de winst uit te keren. In 2004 is de onderneming overgegaan tot het doen van interim betalingen en recentelijk werd het dividend verhoogd van dertig cent naar veertig cent (2x20 cent). Het management gaf hiermee een teken de toekomst met veel vertrouwen tegemoet te zien.

CalComp is wat mij betreft een exemplarisch voorbeeld van 'onbekend maakt voor velen zeer onbemind', behalve in de ogen van de VPV vermogensbeheerders.



Fried van 't Hof

De beleggers van Dresder VPV zijn altijd op zoek naar interessante waardebeleggingen. Allemaal hebben ze een voorbeeld gekozen van een belegging die voor hun een typische value belegging is.

De keuze van... **Fried van 't Hof**

## Uniprefs

Value Investing betekent analyseren, besluiten, beleggen.

En dan is het een kwestie van de belegging nauwgezet volgen, om te zien of de waardeontwikkeling inderdaad zo verloopt als verwacht. Meestal is dit een relatief passief proces naar de betreffende onderneming toe.

**D**Natuurlijk, er wordt gesproken met management om op de hoogte te blijven van ontwikkelingen in het bedrijf, maar doorgaans stelt Dresdner VPV zich niet op als een activistische belegger. Uitzonderingen bevestigen deze regel. Een daarvan was de belegging in Unilever preferente aandelen, in de wandeling de Uniprefs genoemd. Naar onze analyse zou Unilever bij intrekking van deze Uniprefs een contant bedrag van € 6,58 moeten uitbetalen aan de houders hiervan. Dat stond letterlijk in de hand-out die was uitgedeeld bij de presentatie die was gegeven bij de uitgifte van de Uniprefs, ook in latere communicatie in de media en met analisten is deze verwachting verder versterkt door Unilever. De verontwaardiging en deceptie waren dan ook groot toen Unilever in 2004 besloot om de Uniprefs in te wisselen tegen gewone aandelen Unilever, waardoor de ontvangen waarde slechts 4,58 per Unipref bedroeg. Een staaltje aandeelhoudersbedrog zonder precedent, leidend tot een schade van circa twee euro per pref, nog afgezien van wettelijke rente en dividend. Al snel ontstond er een groepje dat wilde uitzoeken of hier van rechtswege wat aan te doen zou zijn. Geleidelijk trokken echter steeds meer partijen (banken, pensioenfondsen) zich uit deze voorbereiding terug. Vanwege commerciële belangen met Unilever elders in hun bedrijven werd men simpelweg teruggefloten door hun hoogste leiding.

### Activistisch belegger

Uiteindelijk bleven alleen Dresdner VPV en Commonwealth (een beleggingsmaatschappij rondom de familie Dreesmann) over. Wij besloten door te gaan en Peter Paul de Vries van de VEB erbij te vragen. Zo ontstond een driemanschap dat, namens hun eigen

cliënten en namens een aantal andere achterliggende partijen, de juridische strijd aanbond met Unilever. Nu zijn schadeclaims niet alleen lastige zaken om te winnen, maar leiden ze ook meestal tot ellenlange en kostbare procedures. We besloten tot een kortere route met meer mediagevoeligheid. We besloten tot het indienen van een enquêteverzoek bij de voorzitter van de ondernemingskamer, de inmiddels mede door de ABN Amro-zaak landelijk bekend zijnde mr H. Willems. Doel van die enquête zou moeten zijn te onderzoeken of Unilever zich in deze zaak schuldig had gemaakt aan wanbeleid. Het verzoek werd toegewezen, en een door Willems ingestelde commissie ging aan het werk. Nu ligt wanbeleid gevoelig bij een gereputeerd bedrijf als Unilever, dat zich graag laat voorstaan op haar onkreukbare corporate governance. Dat moet ook wel, met topbestuurders als Tabaksblat en Winter, als naamgevers van twee commissies die wet- en regelgeving hebben voorbereid inzake corporate governance. Na een jaar kwam het rapport gereed, en dat liet op een aantal punten geen spaan heel van het beleid van Unilever. Voordat het rapport werd voorgelegd aan Willems, om daar een uitspraak over te doen, gaf Unilever aan de heer Wim Dik (commissaris bij Unilever) de opdracht om te zoeken naar een oplossing. Dit leidde tot een zeer intensief traject van onderhandelingen, die uiteindelijk resulteerden in een voor alle partijen aanvaardbare schikking, die neerkwam op € 1,58 plus kosten. Dresdner VPV was als lid van de driemans onderhandelingsdelegatie actief betrokken bij het bereiken van deze oplossing. Een uitzondering die de regel bevestigt. Normaal gesproken stemmen we met onze voeten, dat wil zeggen dat, als ons iets niet bevalt, we de betreffende positie gewoon verkopen. In dit geval waren we bij uitzondering even activistisch belegger. Dat is ons - en onze cliënten - trouwens wel erg goed bevallen.

# Paragon Groep Companies

De run op de Britse Northern Rock Bank afgelopen september is de directe aanleiding om weer eens naar Paragon, een oude liefde, te kijken. Begin jaren '90 hebben we de meest plezierige ervaringen gehad met Paragon - toen nog National Home Loans. Sinds het midden van de jaren '90 vind ik Paragon aan de dure kant en daarom is er sindsdien niet meer in belegd.

**N**et als Northern Rock is ook Paragon actief in de verstrekking van hypothecaire leningen. Er zijn echter markante verschillen tussen beide ondernemingen. Paragon leent eigenlijk alleen uit op onderpand van verhuurde woningen. Northern Rock is actief in de veel riskantere buy-to-live markt, waarin de persoonlijke omstandigheden van de debiteur zoals ziekte, werkloosheid of doodgaan wezenlijke risico's zijn voor de geldgever. Criteria van Paragon zijn dat klanten maximaal 75 tot 85 procent van de executiewaarde kunnen lenen. Voorts moet de huur die de debiteur op het betreffende object realiseert 25 procent hoger zijn dan de rentelast op de hypothecaire lening. Tot slot heeft Paragon

geen behoefte aan gezeur met debiteuren, met alle kosten van dien. Naast de bovenstaande criteria moet de geldvrager ook nog eens voldoen aan de eis dat sprake is van een vlekkeloze krediethistorie. Ook moet hij zijn belastingaanslagen overleggen en is hij aansprakelijk voor de restschuld als bij executie van het onderpand de opbrengst tekortschiet om de hypotheekschuld af te lossen. Als het komt tot een leningverstrekking moet de geldnemer akkoord gaan met een machtiging aan Paragon om de verschuldigde rente en aflossing te laten debiteren op zijn bankrekening. Een tweede kardinaal verschil met Northern Rock is dat Paragon voor de funding van de kredietverlening niet te biecht gaat in de retailmarkt. Het zijn zonder uitzondering professionele partijen, zoals pensioenfondsen, verzekeraars en banken bij wie financiering wordt aangetrokken. En daarbij is de korte termijnschuld te verwaarlozen. Als alle professionele partijen hun direct opvraagbare vordering opeisen, kan Paragon lachend aan dat verlangen voldoen. Vrijwel alle schuld van Paragon is namelijk langlopend en matcht met de looptijd van de hypothecaire vorderingen. De zogenoemde buy-to-let markt is de laatste jaren snel gegroeid, omdat voor starters op de woningmarkt in het Verenigd Koninkrijk een koopwoning schier onbereikbaar is geworden. Inmiddels zit zo'n elf procent van de hypotheekaanvragen in dit segment van de markt. Paragon heeft zich ontwikkeld tot een vooraanstaande speler op deze specialistische markt. Het spel dat men speelt, is gaan voor superieure klanten. Op kredieten aan superieure klanten kan de bank uiteraard geen excessieve marges maken. Maar daar staat tegenover dat Paragon op haar beurt, wegens de kwalitatief hoogwaardige leningenportefeuille, weer goedkoop geld kan aantrekken. En, wel zo belangrijk, dat de stroppen in de leningenportefeuille ver onder de gemiddelden zitten van de branche.

## Koopje

De koers van Paragon is dit jaar afgekomen van 715 pence naar 298 pence op het slot van 14 september jl. Eerder die dag dipte de koers naar 247 pence. Vanaf die low trad een herstel in. Rond of onder de 300 pence acht ik de aandelen koopwaardig. De consensus winsttaxatie voor het jaar per eind september 2007 ligt op 58 pence per aandeel. Voor 2008 hoeft de winst mijns inziens niet of niet veel te lijden van de huidige crisis op de kapitaalmarkt. De marges



Henk van Heijst

De beleggers van Dresdner VPV zijn altijd op zoek naar interessante waardebeleggingen. Allemaal hebben ze een voorbeeld gekozen van een belegging die voor hun een typische value belegging is.

De keuze van... **Henk van Heijst**



De beleggers van Dresder VPV zijn altijd op zoek naar interessante waardebeleggingen. Allemaal hebben ze een voorbeeld gekozen van een belegging die voor hun een typische value belegging is. De keuze van... **Najib Nakad**

## FCE Bank 2012

op de huidige portefeuille liggen namelijk vast. Mogelijk zal er druk zijn op de nieuwe productie van 2008, maar dat is geenszins zeker. Immers als de huizenprijzen dalen, stijgen de huurrendementen en dat is erg plezierig voor (aspirant) huisbazen. Er moet echt sprake zijn van een verwoestende recessie, eer de huren algemeen gaan dalen. Dat kan ik me alleen maar voorstellen in een situatie waarin ook de lonen dalen en gezinnen uit bezuinigingsoverwegingen ervoor kiezen met twee gezinnen in een woning te trekken. Ach, en in zo'n situatie is de rente ook niet hoger dan twee procent of zo...

Het ziet er naar uit – en dat bevestigt Paragon in een statement van 18 september - dat de winst 2007 vóór belasting wat hoger zal uitkomen dan in 2006 en netto in dezelfde orde van grootte zal zijn. De huurwoningenmarkt ligt er gezond bij en zal ons inziens een impuls kunnen krijgen van de landerige stemming op de eigenwoningmarkt. Er is sprake van een opwaartse trend in de huren in het Verenigd Koninkrijk en die trend lijkt niet snel te gaan keren, nu velen een eigen huis toch als een riskant bezit zien.

Rond een koers van 310 pence menen wij dat Paragon een koopje is. We hebben het hier over een sterk groeiende, degelijk gefinancierde onderneming die een rendement op het eigen vermogen maakt van meer dan twintig procent. In een business bovendien, die niet bijzonder riskant is. De koers-winstverhouding ligt rond de vijf en het dividendrendement is 6,35 procent op basis van het dividend dat over de laatste twaalf maanden betaald werd. Het lijkt alleszins waarschijnlijk dat Paragon bij de publicatie van de jaarcijfers op 17 november een verhoging van het slotdividend bekend zal maken.

Net als concurrent General Motors (GM) heeft Ford de afgelopen jaren ernstig te lijden onder de concurrentie van met name Japanse producenten. Er moesten drastische maatregelen genomen worden om de kostenstructuur weer in lijn te brengen met de gedaalde omzetten en marges.

GM heeft door middel van verkoop van een meerderheidsbelang in haar financieringsdochter middelen vrijgemaakt om een deel van haar werknemers een vervroegd pensioen aan te bieden. Ook Ford heeft een financieringsdochter, Ford Credit. FCE Bank is op haar beurt een volledige dochter van Ford Credit. Ford Credit en haar Europese dochter FCE Bank (Ford Credit Europe) verstrekken financieringen voor de aankoop van auto's van Ford of één van haar dochters (onder andere Volvo en Jaguar). Het zijn opzichzelfstaande entiteiten, waarvan de balans sterk op die van een bank lijkt. Zo sterk zelfs dat ze onder toezicht staan van de Engelse centrale bank. Daarbovenop heeft FCE Bank een expliciete garantie van Ford Credit dat aan het eind van elk kalenderjaar FCE een minimum niveau aan eigen vermogen zal hebben.

### Aantrekkelijke positie

Deze twee laatste zaken verkleinen ons inziens de kans op een eventueel faillissement aanzienlijk. Daarnaast leert een analyse van de balans dat de uitstaande financieringen voor honderd procent te maken hebben met autofinanciering. Er worden geen andere zaken zoals hypotheek gefinancierd. Het aantrekkelijke aan autofinancieringen is dat de kredietverstrekker weet dat op het moment dat de auto de showroom uitrijdt hij minder waard is. Dit betekent dat de financiering altijd wordt opgezet met een korte looptijd voor ogen en dus met veel tussentijdse aflossingen. Bovendien zal de koper een groter deel met eigen geld moeten financieren in tegenstelling tot bijvoorbeeld sommige hypotheekvormen. Dit geeft de kredietverstrekker nog een extra buffer tegen waardeverlies van het onderpand. Op een aanvangsrendement van rond de tien procent is het voor de portefeuilles een zeer aantrekkelijke positie.

De beleggers van Dresdner VPV zijn altijd op zoek naar interessante waardebeleggingen. Allemaal hebben ze een voorbeeld gekozen van een belegging die voor hun een typische value belegging is. De keuze van... **Mark Kwakkenbos**



Mark Kwakkenbos

# Salzgitter

De ontwikkelingen in de staalsector zijn de laatste jaren exceptioneel goed geweest. De grote vraag naar staal, in het bijzonder vanuit China, in combinatie met de lage investeringen in de jaren negentig hebben tot een sterke stijging van de staalprijs geleid.

**D**e hoge winsten van de afgelopen jaren hebben staalbedrijven de mogelijkheid gegeven hun balans te versterken en er is onder aanvoering van de heer Mittal een consolidatiegolf op gang gekomen. Een ontwikkeling die de kenmerken van de sector als geheel duidelijk ten positieve verandert en minder risicovol maakt. Het gefragmenteerde karakter van de sector was in het verleden namelijk de reden van het gebrek aan onderhandelingsmacht tegenover de over het algemeen veel verder geconsolideerde toeleveranciers en afnemers. In jaren van laagconjunctuur werden dan ook grote verliezen geleden en wist de sector over de cyclus heen economisch gezien geen waarde toe te voegen. In de laatste jaren hebben we de eerste tekenen van deze nieuwe karakteristieken gezien. Het tijdelijk terugvallen van de vraag naar staal als gevolg van voorraadafbouw bij afnemers leidde direct tot het terugbrengen van het aanbod. Met een redelijk stabiele staalprijs als gevolg. Het defensievere karakter van de sector in combinatie met de zeer lage waardering lagen ten grondslag aan de posities die binnen de portefeuilles in de staalsector werden opgebouwd. Eén van de ondernemingen die in deze sector werd aangekocht was het Duitse Salzgitter.

## Aantrekkelijke propositie

Salzgitter is een regionale nichestaalproducent. Naast deze staalactiviteiten was de onderneming eveneens in het bezit van een belang in Vallourec, een producent van stalen buizen die onder andere in de oliesector worden gebruikt. Door de operationeel goede jaren in beide onderdelen en het afstoten van het belang in de gezamenlijke joint venture met Vallourec had Salzgitter aan het

einde van 2005 een kaspositie van € 800 miljoen. Ondanks deze ruime kaspositie nam het management in 2006 toch het besluit ook het belang in Vallourec te verkopen. Door deze verkoop liep de kaspositie van Salzgitter op naar maar liefst € 2,6 miljard aan het einde van 2006. Op het moment dat Salzgitter aan onze portefeuilles werd toegevoegd was deze netto kaspositie goed voor 75 procent van de marktkapitalisatie, die op dat moment € 3,6 miljard bedroeg. De resterende staaactiviteiten werden dus in principe gewaardeerd voor een waarde van € 1 miljard, of te wel 17,50 euro per aandeel. Dit terwijl er met de resterende staaactiviteiten naar verwachting een winst per aandeel van ongeveer zeven euro zou worden behaald. Impliciet werd er slechts 2,5 maal de winst betaald voor de staaactiviteiten van Salzgitter. Dit terwijl overige staalondernemingen op een koers-winstverhouding van ongeveer acht werden verhandeld. In het geval van een overname van Salzgitter zou bij het toevoegen van een acceptabel schuldniveau van éénmaal EBITDA een dergelijke transactie kasneutraal kunnen worden uitgevoerd. De kaspositie tezamen met de nieuwe schuldpositie was namelijk gelijk aan de marktkapitalisatie van Salzgitter. Een zeer aantrekkelijke propositie voor zowel branchegenoten als private equity.

## Ideale mogelijkheid

Gezien de grote veranderingen in de staalsector en de aanhoudend grote vraag naar staal werd door ons een opwaardering van de gehele sector verwacht. Aan een defensievere sector met een lager cyclisch karakter mag namelijk een hogere waardering worden gegeven. De extreem lage waardering van Salzgitter was dan ook een ideale mogelijkheid om via een ondergewaardeerde onderneming te beleggen in een ondergewaardeerde sector.

# City Telecom

De telecomsector is erg divers en kent een groot aantal aanbieders. De sector heeft een groot aantal moeilijke jaren achter de rug, maar lijkt de ergste obstakels te hebben overwonnen. Hoewel een aantal bekende multinationals deze sector domineert, is er ook nog ruimte voor de kleinere nichespelers. Het bewijs hiervan is het relatief onbekende City Telecom.

**C**ity Telecom is een in 1992 opgerichte aanbieder van internationale telefonie- en breedbanddiensten aan particulieren en bedrijven in Hongkong. De eerste kernactiviteit lijkt zijn beste tijd te hebben gehad vanwege de sterke opkomst van het gratis bellen via het internet zoals Skype en MSN messenger. City Telecom biedt de winstgevende internationale telefoniediensten nog wel aan, maar richt intussen zijn pijlen volledig op zijn tweede kernactiviteit, de sterk groeiende markt voor breedbanddiensten zoals betaaltelevisie, internet en telefonie. City Telecom beschikt over een eigen hoogwaardig netwerk, waarmee het zeer snelle breedbanddiensten tot maar liefst duizend Mbps (megabit per second) kan aanbieden. Dit netwerk is technisch superieur en is de belangrijkste troef van City Telecom, aangezien de concurrentie over een veel trager netwerk (tot slechts twintig Mbps) beschikt. Een bijkomend voordeel is dat er geen additionele ruimte meer beschikbaar is voor de aanleg van een extra netwerk. Inmiddels zijn de breedbanddiensten al goed voor ruim zeventig procent van de omzet van City Telecom en dit aandeel is groeiende.

## Gunstige vooruitzichten

City Telecom heeft na een aantal verliesgevende jaren in het eerste halfjaar van 2007 weer zwarte cijfers weten te rapporteren en heeft



Mark de Bruijne

tevens de dividendbetaling hervat. De winst is vooral te danken aan het groeiende aantal abonnees, de hogere omzet per abonnee en de afgenomen uitgaven voor netwerkinvesteringen, promotieactiviteiten en verkoop. De vooruitzichten voor City Telecom zijn zondermeer gunstig te noemen. De markt voor betaaltelevisie in Hongkong is nog verre van volgroeid en ook de vraag naar sneller internet stijgt vanwege de toegenomen populariteit van videotoeepassingen. Vooral de introductie van blue-ray en snelle computersystemen zal hierop een positief effect hebben.

City Telecom is niet alleen een mooie onderneming, maar is ook een zeer fraaie value belegging gebleken. Dit geldt zowel voor de 8,75 procent februari 2015 obligatie als voor het aandeel. De obligatie biedt een hoge coupon en in het geval van een faillissement zal de belegger dankzij de hoge waarde van het netwerk en het grote klantenbestand de hoofdsom nagenoeg volledig terugkrijgen. In de koers van de obligatie is dit lage neerwaartse risico lang onvoldoende tot uiting gekomen. De sterke groei en goede vooruitzichten voor deze onderneming, het weer weten te rapporteren van winstcijfers en het uitkeren van dividend, de hoge kasstroom en de positieve analistenrapporten, hebben de onderwaardering weggewerkt en geresulteerd in een fraaie koersstijging.

## Koerspotentie

Ondanks de zojuist genoemde factoren en de meer dan verdrievoudiging van de koers in het afgelopen jaar is de onderwaardering van het aandeel nog niet verdwenen. Zo bedraagt de waardering van het aandeel slechts de helft van de gangbare waardering van de concurrentie. De sterke marktpositie en het superieure netwerk maken van City Telecom een potentiële overnamekandidaat. Tel daarbij nog op de verwachte sterke groei van de winst en de daarmee samenhangende hogere dividenduitkering en het is wel duidelijk dat er nog steeds veel koerspotentie aanwezig is. Al met al een fraaie belegging om in de portefeuille te hebben.

De beleggers van Dresder VPV zijn altijd op zoek naar interessante waardebeleggingen. Allemaal hebben ze een voorbeeld gekozen van een belegging die voor hun een typische value belegging is.

De keuze van... **Mark de Bruijne**



*John Reinerie*

John Reinerie

# De kracht van het kleine

Hij verkocht zijn vijf makelaarskantoren om ze vier jaar later weer terug te kopen. Voor aanzienlijk minder geld vanzelfsprekend. Het verschil wordt beheerd door Dresdner VPV. Tot grote vreugde van John Reinerie. 'Als je zelf gaat beleggen en je wilt dat goed doen, moet je er veel mee bezig zijn. Dat wil ik niet.'

**D**'e kracht van Dresdner VPV zit voor een deel in de omvang. Het is handelbaar. Als ik naar mijn contactpersoon bij VPV bel, weet ik dat die één op één contact heeft met de beheerder van mijn vermogen. Bij een grootbank heb je een relatiebeheerder, die wordt aangestuurd door een hoofd relatiebeheer en die valt weer onder een directeur en die heeft dan misschien contact met de analisten die ook weer worden aangestuurd enzovoort. Daardoor vervlakt het eigen initiatief en dus het rendement. In zo'n omgeving, zo'n grootbank, past Value Investing niet. Dat zou een te hoog risico betekenen en te veel eigen initiatief vergen van de medewerkers.' John Reinerie heeft al geruime tijd zijn vermogen in beheer gegeven in Gouda. En hoewel hij bijzonder te spreken is over Henk van Heijst, is hij blij dat er een grotere organisatie omheen zit. 'Van Heijst is een uniek persoon, maar het mag niet van hem afhankelijk zijn. Ik weet dat het management van Dresdner VPV daar heel serieus aan werkt en dat er inmiddels veel andere mensen bezig zijn met Value Investing. Dat vind ik een goede zaak. Het is ook een goede zaak dat de beleggers worden ondersteund door een serieuze backoffice en een professionele afdeling relatiemanagement. Dat komt iedereen ten goede.'

## Ondernemersgeest

De liefde voor 'handelbare bedrijven' heeft ongetwijfeld te maken met Reinerie's eigen ondernemersgeest. Samen met zijn echtgenote bouwde hij een bloeiend makelaarsbedrijf op met vijf vestigingen in de regio Utrecht. Dat verkocht hij in 1998 om het vier jaar later weer terug te kopen. Tegen een aanzienlijk lager bedrag wel te verstaan. 'Ik had het verkocht aan twee ondernemers die werden ondersteund door een groot verzekeringsbedrijf. Maar de verzekeraar verzette de bakens en één van de ondernemers had er geen zin meer in. Toen kwam de overgebleven partij bij mij met de vraag of ik het weer terug wilde kopen. Dat wilde ik wel. Het was natuurlijk financieel aantrekkelijk, maar ik deed het toch vooral uit betrokkenheid bij

het bedrijf dat ik had opgebouwd. Ik merkte dat de mensen in het bedrijf onrustig waren en niet meer enthousiast over wat ze deden. Dat heb ik veranderd. Op afstand overigens, want er zit nu een algemeen directeur op die het voortreffelijk doet.'

Het vermogen dat Reinerie overhield aan de verkoop van zijn bedrijf gaf hij aanvankelijk in beheer bij verschillende banken. Met als een van de redenen dat het onverstandig leek om alle eieren in één mandje te bewaren. Maar toen hij zag dat VPV dat ook niet deed binnen haar Value Investing-activiteiten en er ook nog eens een meer dan leuk rendement mee behaalde, verplaatste hij zijn hele vermogen naar de beheerder in Gouda. 'Het ging me ook te veel tijd kosten. Je moet toch contact hebben met die banken die je vermogen beheren. Tijd is ook één van de redenen waarom ik niet zelf ga beleggen. Ik ben gewoon niet bereid om daar voldoende tijd in te stoppen. Als je zelf gaat beleggen en je wilt dat goed doen, moet je er veel mee bezig zijn. Dat wil ik niet en bovendien vind ik het ook niet zo leuk om te doen, misschien wel mede omdat ik er minder goed in ben. En als je ergens niet zo goed in bent, moet je het uitbesteden. Dat is heel simpel.' Dat betekent niet dat hij niet geïnteresseerd is in beleggen. Zo leest hij bijvoorbeeld graag literatuur over het bedrijfsleven en de economie. 'En ik volg de belangrijke ontwikkelingen met grote belangstelling. Die affaire rond Getronics van enkele jaren terug bijvoorbeeld, dat vond ik spannend en ik vind dat dat ook heel knap is afgehandeld. Net zoals ik het knap vind van VPV dat zij dat doorzagen en er rendement hebben gehaald. Goed werk. Het gaat natuurlijk ook wel eens mis. Bij Parmalat bijvoorbeeld, maar tegen oneerlijkheid is geen kruid gewassen.' Reinerie begrijpt ook heel goed wat de principes zijn van Value Investing. 'In de kern is het simpel. Het gaat erom om goed draaiende, maar ondergewaardeerde ondernemingen te vinden en daar een belang in te nemen. Maar als je dat goed wilt doen, kost dat veel tijd en heb je er een bepaalde drive voor nodig. Enthousiasme. Je moet altijd bezig zijn met het vak, er bovenop zitten. Dat enthousiasme vind ik bij Dresdner VPV.'

# Tegendraadse marktvisie

De Value-beleggers van Dresdner VPV zijn voortdurend op zoek naar ondergewaardeerde effecten. Eén van de voorwaarden waaraan voldaan moet zijn voor we ook daadwerkelijk in een aandeel gaan beleggen, is dat er wel een reële mogelijkheid moet zijn dat die onderwaardering op een goed moment verdwijnt. Iets wat voor altijd ondergewaardeerd blijft, daar zitten we meestal ook weer niet op te wachten. Er moet dus een zogenoemde 'trigger' zijn.

**E**en marktvisie in een special over Value Investing kan extreem kort. Die is er namelijk niet. Want de Value belegger kijkt naar ondergewaardeerde situaties, en niet naar de markt als geheel. Hij heeft dan ook geen enkele pretentie om te kunnen voorspellen waar de markt naartoe gaat. Value beleggers zeggen daarom altijd dat ze helemaal geen marktvisie hebben. Maar volgens mij hebben ze die wel degelijk. Alleen staat die meestal nogal haaks op de algemeen gangbare marktvisie van dat moment. Dat heeft te maken met de redenen waarom over- of onderwaarderingen eigenlijk ontstaan. Die vinden vaak hun oorzaak in het sentiment van de markt, die voortdurend schommelt tussen overmatig optimisme en overmatig pessimisme. Dit verklaart de golfbewegingen in de economie.

## Stemmingswisselingen bepalen de golfbewegingen in de economie...

Een van de bekendste golfbewegingen is de investeringscyclus. Als het goed gaat met de economie en ondernemers hun omzetten jaar in jaar uit zien stijgen, is men vaak geneigd om extra investeringen te doen in capaciteit. Als de vraag vervolgens afneemt, blijkt dat de ondernemer iets té enthousiast is geweest, want nu heeft hij een overcapaciteit. Noodgedwongen moet hij dan prijzen laten dalen en capaciteit afbouwen. Als vervolgens de economie in een dip komt, zal de ondernemer investeringsplannen op de lange baan schuiven. Vervolgens trekt de economie weer aan en begint ook de vraag naar de producten van de ondernemer weer toe te nemen. De ondernemer kijkt echter wel drie keer uit voor hij weer nieuwe investeringen doet, hij denkt zijn lesje te hebben geleerd. Gevolg is een gebrek aan capaciteit en stijgende prijzen. Pas laat in het herstel wordt de ondernemer alsnog gedwongen om te investeren, want als hij zijn producten niet kan leveren raakt hij klanten kwijt. En zo begint het proces weer van voren af aan. Deze investeringscyclus is al meer dan honderd jaar geleden ontdekt door de Franse arts en econoom Clement Juglar, en wordt dan ook de Juglar-cyclus genoemd.

## ...en ook die van de value belegger.

Onderwaarderingen van bedrijven ontstaan tijdens perioden waarin de economie in een dal zit en ondernemers en beleggers overwegend

pessimistisch gestemd zijn. De waarderingen liggen dan gemiddeld laag, de dividendrendementen zijn dan relatief hoog. Het omgekeerde is het geval in tijden van hoogconjunctuur. Optimisme regeert dan, dit vertaalt zich naar hogere waarderingen, ook op de beurs. Een value belegger is dan ook een tegendraads mens. Als iedereen optimistisch is, is hij juist pessimistisch, en omgekeerd. In het engels hebben ze voor zo'n soort belegger een term: een contrarian.

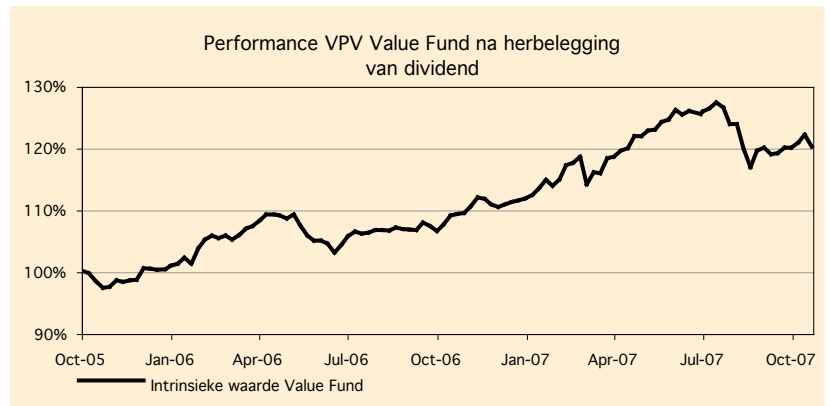
## De 'Gouden Signalen'

Neem nou de recente crisis op de hypotheekmarkten. Terwijl aan het begin van dit jaar beleggers leken te denken dat er geen risico's verbonden waren aan het verstrekken van leningen, is in het derde kwartaal van 2007 het sentiment volkomen omgeslagen. Veel banken van goede reputatie kregen grote problemen om voldoende geld te kunnen aantrekken op de markt teneinde nieuwe hypotheekleningen te kunnen verstrekken. Een aantal banken kwam hierdoor in acute liquiditeitsproblemen. Dat leidde ertoe dat spaarders in paniek hun tegoeden gingen ophalen van een van die banken, de Engelse bank Northern Rock. De beelden van lange rijen mensen die in de rij stonden om hun geld van hun rekening bij die bank te halen riep herinneringen op aan beelden die bewaard zijn gebleven van de grote Crash op Wall Street in 1929. De koersen van aandelen en obligaties van die bank, maar ook van tal van andere banken, raakten in een duikvlucht. Dat zijn momenten waarop een value belegger eens goed gaat analyseren wat er nu werkelijk aan de hand is. Dan blijkt dat de markt in haar verkooppaniek risico's wel heel erg zwaar heeft ingeprijsd. Uit onze analyse bleek dat de kans groot is dat die bank helemaal niet failliet gaat, maar ófwel wordt gered door partijen die kredietlijnen beschikbaar stellen, of die simpelweg Northern Rock in haar geheel overnemen. In beide gevallen kan de bank gewoon aan haar verplichtingen voldoen en haar schulden aflossen. Kortom, een value belegger wordt achterdochtig als de rest van de wereld enthousiast wordt, en omgekeerd. En zo heeft de value belegger eigenlijk wel degelijk een marktvisie. Die is tegengesteld aan de consensus, zoals de op een bepaald moment algemeen geldende marktvisie wordt genoemd.

*Fried van 't Hof, directeur beleggingen bij Dresdner VPV*

# VPV Value Fund

De problemen met Amerikaanse sub-prime hypotheek en de daaruit voortvloeiende kredietcrisis hebben geleid tot aanzienlijke volatiliteit op de beurzen. De koers van het VPV Value Fund heeft in de afgelopen maanden een deel van de dit jaar opgebouwde performance moeten inleveren, vooral vanwege het achterblijven van de kleine en middelgrote beursfondsen en de lagere koersen voor bedrijfsobligaties. Het rendement over dit jaar bedraagt ultimo oktober 7,6%. Het huidige beursklimaat biedt value beleggers wel de mogelijkheid om sterk afgestrafte bedrijven op te pakken of een eventueel bestaand belang te vergroten. Zo is recent een kleine IT-dienstverlener in het Verenigd Koninkrijk in de portefeuille opgenomen. Het bedrijf wordt goed geleid en heeft een aantrekkelijke waardering. Daarnaast is een overname op de korte tot middellange termijn zeer waarschijnlijk. De recent opgebouwde forse positie in een grote beursgenoteerde palmolieplantage hebben we, vanwege de recente fraaie koersrally, aanzienlijk verkleind. Ook is een



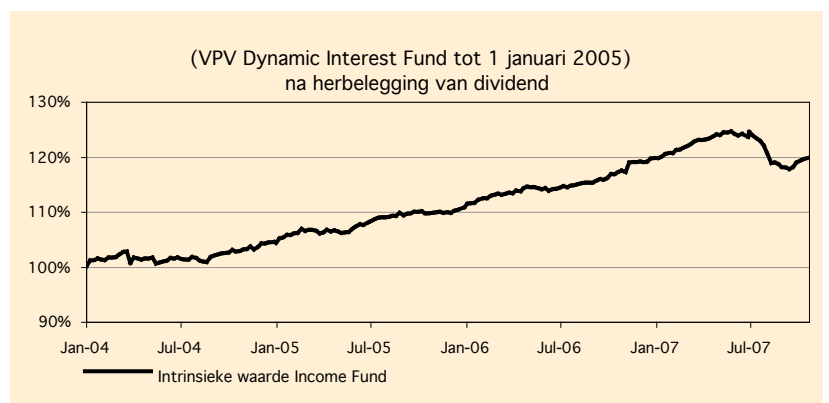
klein belang opgebouwd in een Nederlands vastgoedfonds. Dit bedrijf keert een zeer hoog dividend uit en noteert een forse korting ten opzichte van de boekwaarde. Hiermee hoort deze onderneming tot een van de meest aantrekkelijke in deze sector.

### Top 5 holdings

1. Fortis
2. Cirio del Monte
3. Smit Internationale
4. FCE Bank
5. Paragon

# Dresdner VPV Income Fund NV

Hoewel de markten voor gestructureerde producten weinig herstel lieten zien is er in de overige markten met enthousiasme gereageerd op de eerste renteverlaging van de Amerikaanse centrale bank. Hiermee is het resultaat van het Income Fund over de laatste 12 maanden (t/m 29 oktober) op 2,2% gekomen. De Europese kerninflatie index, die we met 3%-6% proberen te verslaan, liet over dezelfde periode een stijging van 1,8% zien. De zorgen over de (financiële) gezondheid van een aantal financiële instellingen zijn nog niet weggenomen. Daarnaast zijn de eerste curatoren aangesteld om een aantal gestructureerde vehikels te gaan herstructureren. Dit is een proces wat de komende maanden zeker nog op de markten zal blijven drukken. Dit levert ook kansen op voor het fonds. De vruchten daarvan zullen we echter waarschijnlijk pas in 2008 kunnen plukken.

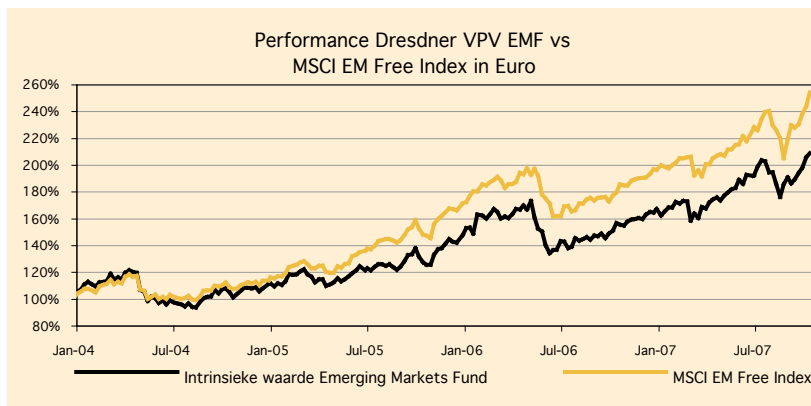


### Top 5 holdings

- |                        |      |
|------------------------|------|
| 1. Iesy                | 4,7% |
| 2. Novae               | 3,9% |
| 3. Augusta Technologie | 3,9% |
| 4. Boats FRN           | 3,7% |
| 5. Concordia Bus       | 3,5% |

# Dresdner VPV Emerging Markets Fund

Alsof creditland niet in brand stond denderde de Emerging Markets trein verder omhoog, om ook in oktober weer een fikse stijging te realiseren. Voor het Emerging Markets Fund betekent dit dat het jaarrendement (per 29/10/07) bijna 30% bedraagt. Nagenoeg alle landen en regio's droegen in positieve zin bij aan dit beursgeweld, maar China spande toch wel de kroon. Vanaf het moment dat bekend werd dat Chinezen ook op de beurs van Hongkong mogen gaan beleggen zijn de blue-chip indices met zo'n 70% gestegen; een segment in de markt dat wij nu echt veel te duur achten. Ondanks dat de opgelopen beweeglijkheid van financiële markten duidt op meer onzekerheid, zien wij nog geen daadwerkelijke verschuiving van de fundamentele vooruitzichten voor opkomende markten die, volgens ons, nog altijd als positief te kenschetsen zijn: de economische groei in de wereld zal een dragende factor blijven, het fiscale en monetaire beleid in de meeste Emerging Markets landen is stukken beter dan enkele jaren geleden en ook de beurswaardering is nog altijd relatief aantrekkelijk. Zolang de mondiale groeimotor blijft draaien zullen opkomende



markten zich in positieve zin kunnen blijven onderscheiden. Echter, het karakter van deze asset class is en blijft onverminderd high risk.

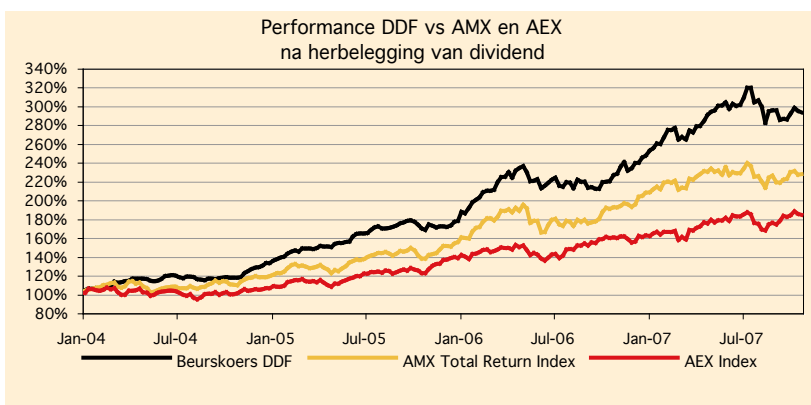
### Top 5-holdings

1. I-shares Korea	15%
2. I-shares Taiwan	15%
3. I-shares Brazil	14%
4. India note	9%
5. I-Share Mexico	7%

# Delta Deelnemingen Fonds NV

Het rendement van Delta Deelnemingen Fonds over de eerste 10 maanden van het jaar (t/m 29 oktober) bedraagt 29,3%. De AMX Index behaalde over dezelfde periode een rendement van 19,5%.

Voor wat betreft nieuws over de fondsen in portefeuille is de bekendmaking van Macintosh Retail Group NV dat zij de aan Euronext Brussel genoteerde schoenenretailer Brantano NV over willen nemen de moeite van het vermelden waard. Macintosh is voornemens hiertoe een vrijwillig en voorwaardelijk openbaar bod in contanten uit te brengen op het volledige aandelenkapitaal van Brantano. De biedprijs per aandeel bedraagt € 55,- ofwel een premie van 29,4% op de slotkoers van vrijdag 26 oktober 2007 (€ 42,50).



Aan alle beleggingen zijn risico's verbonden. Rendementen op beleggingen kunnen fluctueren.

In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor toekomstig te behalen rendementen.

Prospectussen van de beschreven fondsen zijn op aanvraag kosteloos verkrijgbaar bij Dresdner VPV NV.

Voor de fondsen zijn financiële bijsluiters beschikbaar; vraag hierom en lees ze voordat u een product koopt.

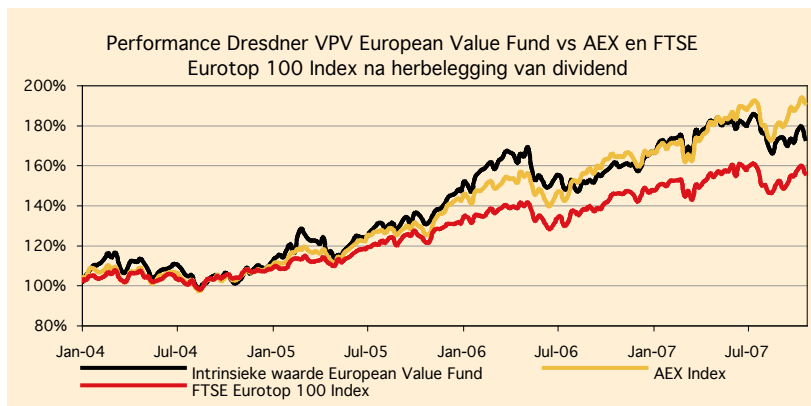
De beheerder heeft een vergunning ingevolge artikel 2:67 Wft.

# Dresdner VPV European Value Fund NV

De afgelopen periode is de omvorming van Dresdner VPV HollandHaven naar het Dresdner VPV European Value Fund afgerond. De portefeuille met alleen Nederlandse ondernemingen heeft plaats gemaakt voor een Europees gespreide portefeuille waarin de nadruk ligt op aandelen van bedrijven met sterke cashflows, hoge dividenden en sterke kapitaalstructuren. Zo zijn er o.a. belangen aan de portefeuille toegevoegd in interessante regio's binnen Europa zoals Scandinavië, Turkije en Griekenland. In deze deelgebieden zijn ondernemingen te vinden met een lage waardering in combinatie met een aantrekkelijk groeiprofiel.

Daarnaast is van de onrust op de financiële markten gebruik gemaakt om selectief belangen in een aantal kleinere ondernemingen aan de portefeuille toe te voegen. Door de incidenteel forse koersdalingen zijn in dit segment wederom meer en meer aantrekkelijke ondernemingen te vinden.

Door de liquiditeitscrisis bij Northern Rock waren het in het bijzonder de hypotheekverstrekkers in het Verenigd



Koninkrijk die een zeer slechte performance lieten zien. Van deze beweging hebben wij gebruik gemaakt om een belang op te bouwen in een onderneming met een kwalitatief hoogwaardige leningenportefeuille en een voor de komende kwartalen zeker gestelde funding.

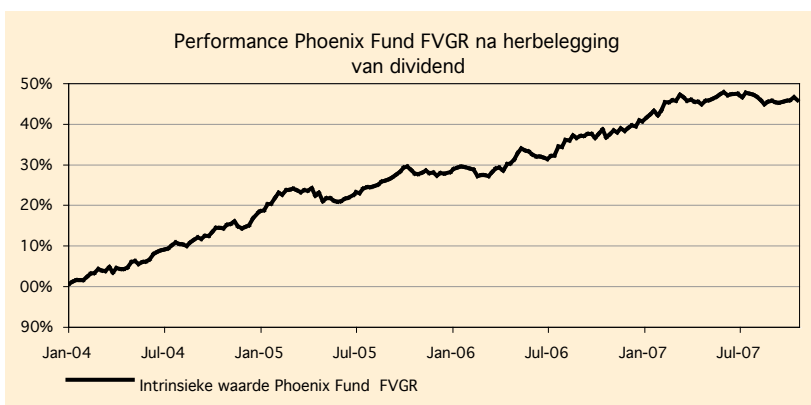
#### Top 5 holdings

1. SNS Reaal	5,2%
2. Fortis	5,1%
3. Tele Atlas	4,3%
4. Santander	3,8%
5. Repsol	3,7%

# Phoenix Fund NV

Phoenix Fund NV heeft als doelstelling het behalen van vermogenswinsten op de middellange en lange termijn door te beleggen in minder liquide effecten en hoogrendements schuldpapier. Dit beleggingsproduct biedt een uitstekende mogelijkheid meer diversificatie van risico en rendement aan te brengen in bestaande beleggingsportefeuilles. Er is geen correlatie van dit product met de bekende activaklassen.

Phoenix Fund NV is een voortzetting van Phoenix Fund FVGR; een besloten fonds voor gemene rekening met een open-end karakter. Dit Fonds was operationeel van augustus 2001 t/m september 2007. In bijgaande grafiek wordt de performance van Phoenix Fund FVGR weergegeven.



#### Top 5 holdings

1. Concordia Bus
2. Boats Investments Float
3. 8,75% City Telecom Hk
4. 9,875% It Holding Finance
5. Teksid Aluminium Lux Float

## Colofon

Kijk op Vermogen is een uitgave van Dresdner VPV NV  
Oosthaven 52  
Postbus 3155  
2800 CG Gouda  
T 0182 597777  
www.dresdnervpv.nl  
info@dresdnervpv.nl

**Contactpersoon Dresdner VPV**  
Marjan Beuzenberg

**Redactionele productie**  
Lensink Van Berkel Communicatie,  
Amersfoort

**Vormgeving**  
Raadgever en Partners, Amersfoort

**Fotografie**  
Nanning Barendsz,  
Dresdner VPV NV

**Drukwerk**  
Rooduijn Vorm & Druk,  
Den Haag

© Dresdner VPV NV, Gouda. Alle rechten voorbehouden. Kijk op Vermogen bevat informatie die met de meeste zorgvuldigheid is samengesteld. Dresdner VPV NV en/of een van de aan haar gelieerde ondernemingen en/of medewerkers en/of de bij deze uitgave betrokken redactie en medewerkers aanvaarden geen aansprakelijkheid voor mogelijke gevolgen die zouden kunnen voortvloeien uit de in deze uitgave opgenomen informatie.

Loop geen  
onnodig risico.  
Lees de Financiële  
Bijsluiter.

zeer groot  
vrij groot  
zeer klein



risicometer

DIT IS EEN VERPLICHTE MEDDELING



## IN EUROPA LIGT DE WINST!

### *Nieuw: Dresdner VPV European Value Fund*

HollandHaven verlegt de grenzen! Jazeker, onder de naam Dresdner VPV European Value Fund belegt dit gerenommeerde beleggingsfonds voortaan in heel Europa. Onze ambities zijn grenzeloos. En dat geldt ook voor uw winstkansen. Ook dit fonds wordt immers beheerd met onze unieke Value Investing-methode. Het geheime wapen achter het succes van het Delta Deelnemingen Fonds en al die andere winstgevende beleggingsfondsen van Dresdner VPV.

## ER ZIT MEER IN DRESDNER VPV!

**DRESDNER VPV**  
Private Wealth Management

Beleggen in de succesvolle Dresdner VPV-beleggingsfondsen?  
Bel 0182-597777 of kijk op [www.dresdnervpv.nl](http://www.dresdnervpv.nl)