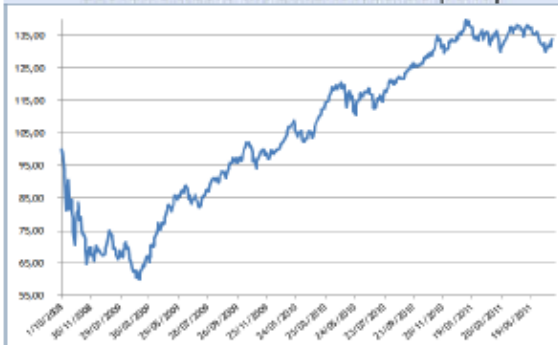


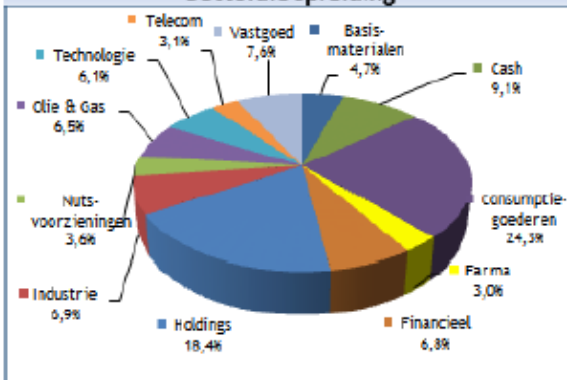
Value Square Fund Equity World

Informatie over het compartiment - 30/06/2011

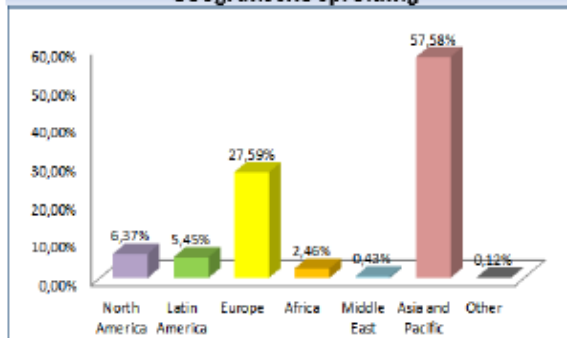
Evolutie netto inventariswaarde (NIW)



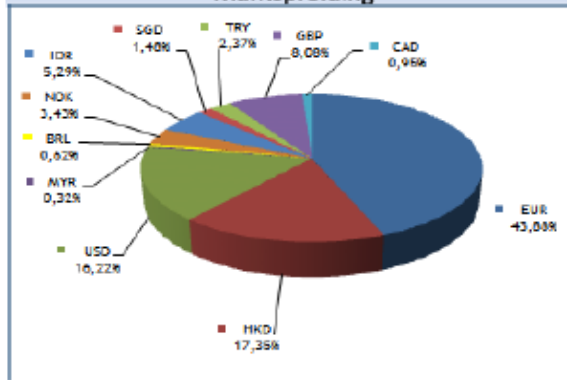
Sectorale spreiding



Geografische spreiding



Muntspreiding



Rendement per boekjaar eindigend op 31/12



Actuarieel rendement per 30/06/2011

	1 jaar	3 jaar	5 jaar	10 jaar	Sinds start
C-klasse	16,50 %				11,23 %
I-klasse	16,62 %				11,30 %

Historische cijfers bieden geen waarborg m.b.t. toekomstig beleggingsresultaten. Ze houden ook geen rekening met de in- en uitstapkosten en taksen.

NIW

Klasse	Start	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	30/06/2011
C	100	69,63	103,22	136,15	133,93
I	/	/	103,25	136,34	134,17

5 belangrijke posities

Caisses Rég. Crédit Agricole	6,14 %
Jardine Strategic	5,41 %
Xingda	3,67 %
Anglo-Eastern Plantations	3,65 %
GBL	3,31 %

Kerngegevens en praktische info

Compartiment van	Value Square Fund—bevek naar Belgisch recht
Risico (schaal BEAMA):	0 - 1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6
Startdatum:	1/10/2008
Valuta:	EUR
ISIN-code C-klasse:	BE0948331591
ISIN-code I-klasse:	BE0948332607 (enkel voor institutionelen)
Omvang:	97,26 miljoen EUR
Beleggingshorizon:	minimum 5 jaar wordt aanbevolen
Instapvergoeding:	maximum 3% (onderhandelbaar)
Uitstapvergoeding:	0,5 % ten voordele van het fonds
Uittrede:	niet onderworpen aan Eoofin/Belgische belasting ICB's
Beurstaks:	0% bij instap, 0,5% bij uitstap (max. 750 €)
Beheersvergoeding:	1 % per jaar
Prestatievergoeding:	10 % voor rendement hoger dan 6%/jaar
Inschrijvingen:	dagelijks voor 11 uur
Valutadatum:	transactiedatum + 3 werkdagen
Distributeurs:	o.a. Value Square, Binck Bank, ...
Financiële dienst:	RBC Dexia Investor Services, Brussel
Koersrapportering:	De Tijd, De Standaard
Met vergunning in:	België, Nederland

Het (vereenvoudigd) prospectus en de laatste periodieke verslagen zijn gratis verkrijgbaar bij Value Square, Derbystraat 319, 9051 Gent, Tel.: 09/241 57 57, info@value-square.be

Beleggingsbeleid

De activa van dit compartiment worden voornamelijk belegd in aandelen van beursgenoteerde vennootschappen zonder geografische beperking. De selectie van de aandelen gebeurt op basis van fundamentele analyse en bottom-up benadering waarbij de nadruk wordt gelegd op het principe van Value-beleggen. Doel van het compartiment is een zo hoog mogelijk rendement na te streven in absolute termen, eerder dan het verbeteren van beursindexen, en tegelijkertijd om de risico's te beperken. In omstandigheden waarin de beheerder de neerwaartse risico's hoger inschat dan het potentiële rendement kan het gedeelte dat in aandelen wordt belegd worden afgebouwd ten voordele van beleggingen in liquide middelen en geldmarktinstrumenten.

De volatiliteit kan hoog zijn als gevolg van de samenstelling van de portefeuille.

Halfjaarlijks verslag van de beheerders: Patrick Millegam en Nic Van Broekhoven

Beste aandeelhouders van Value Square Fund Equity World,

Sedert de start op 1 oktober 2008 tot en met 30 juni 2011 steeg het fonds met 33,9%. De bedoeling van het Value Square Fund is om op lange termijn een positief absoluut rendement te behalen. Toch geven we louter informatief de prestatie van het Value Square Fund ten opzichte van enkele beursindexen sinds 1 oktober 2008, 31 december 2008, 31 december 2009 en 30 juni 2010 (**APPENDIX 1**). Zoals u kan zien presteert het fonds aanzienlijk beter dan verschillende grote beursindexen. De meest vergelijkbare index is waarschijnlijk de MSCI World index in Euro. Deze index is een mix van de aandelenprestaties wereldwijd. Hoe de beursprestatie van 2011 in historisch perspectief was, kan u zien in (**APPENDIX 2**). Deze grafiek geeft de beursprestaties weer van de S&P 500 sinds 1825.

Gezien het fonds pas van start ging op 1 oktober 2008 hebben we nog geen officiële rating van Morningstar. Morningstar geeft pas officiële ratings na 3 jaar. We verwachten dus een rating in het vierde kwartaal van 2011 of ten laatste begin 2012. Desondanks sturen we regelmatig gegevens door naar Morningstar en ons fonds wordt dan ook al gevolgd, evenwel zonder officiële rating. In 2009 was het Value Square Fund Equity World het 3^{de} best presterende fonds (uit totaal van 152 fondsen) in de categorie "Wereldwijd Large Cap Value". In 2010 eindigde het fonds op een 1ste plaats (uit totaal van 153 fondsen, ranking op 31 december 2010). In 2011 veranderde men het fonds van de categorie Large Cap Value naar Small/Mid Cap Wereldwijd, waar we voorlopig op een 7de plaats staan.

Sinds begin 2010 steeg het beheerde vermogen van het Value Square Fund met 31,6% van 73,89 miljoen euro naar 97,26 miljoen euro. Deze aangroei wordt gedeeltelijk veroorzaakt door de stijgende beurskoersen maar vooral ook door nieuwe toetredingen. Het is onze bedoeling om in 2011 onze zoektocht naar nieuwe partners/investeerdere verder te zetten. Dit doen we door zoveel mogelijk te communiceren met bestaande beleggers en nieuwe beleggers te overtuigen door presentaties te geven in België en Nederland.

Als belegger bent u wellicht geïnteresseerd in het gevoerde beleid van de bevek. Het is nuttig dat we nog eens kort bespreken hoe we in het fonds onze aandelen selecteren. (*Trouwe lezers merken waarschijnlijk op dat dit eerste deel nooit veel wijzigt omdat onze methodologie van aandelen selecteren ook niet wijzigt*). Als beheerders van dit fonds proberen we zo weinig mogelijk voorspellingen te maken maar in tegenstelling zo veel mogelijk informatie te verzamelen over specifieke bedrijven via hun jaarverslagen, ontmoetingen met managers in binnen- en buitenland alsook het bijwonen van jaarvergaderingen en analistenmeetings. Al deze informatie proberen we dan te vervatten in een conservatief waarderingsmodel dat ons een indicatie geeft

van de waarde van elk bedrijf. Indien we denken dat bedrijf X vandaag 20 euro waard is en het noteert aan 10 euro lijkt ons dit interessant. Indien de korting, of zoals Buffett het noemt de “*Margin of Safety*” klein is investeren we niet. Voorts geven we ook een kwalitatieve score aan het bedrijf via onze intern ontwikkelde **Kwaliteitsindex (KI)**. Hier screenen we elk bedrijf op 6 verschillende parameters:

1. Waardering: hoe goedkoop noteert het aandeel?
2. Rendabiliteit: hoe rendabel is het bedrijf in het verleden geweest?
3. Solvabiliteit: is de schuldenlast een gevaar voor de onderneming?
4. Liquiditeit: in welke mate is het bedrijf in staat om op korte termijn zijn schulden af te lossen?
5. Track Record: heeft het bedrijf een lange geschiedenis en kon het bedrijf vroeger reeds waarde creëren voor zijn aandeelhouders?
6. Insiders: ligt er iemand wakker van het bedrijf ? (referentie aandeelhouder)

In tegenstelling tot het werk dat we proberen te verrichten om aandelen conservatief te waarderen stellen we vast dat slechts 11 jaar na de vorige bubbel in dezelfde sector als toen (internet) een nieuwe bubbel is ontstaan. Beleggers hebben duidelijk een kort geheugen.

We zagen de afgelopen zes maanden een reeks IPO's (beursintroductions) van internetbedrijven zoals Renren (Chinese Facebook), Linked-In en Pandora. Renren kon 750 miljoen USD ophalen ondanks de grove fouten in hun IPO-documenten en de leugens over het aantal users die zijn site maandelijks bezochten. De koers ging 30% hoger op de eerste handelsdag. De totale marktkapitalisatie bedroeg 5 miljard USD. Renren maakt geen winst en noteerde bij zijn IPO aan 70x zijn omzet. Ter vergelijking, voor 5 miljard USD kan je Bekaert, Melexis en Van de Velde volledig overnemen. Deze drie aandelen hebben allen een zeer lang track record, hebben bewezen winsten, keren stabiele dividenden uit en noteren vandaag allemaal minder dan 12x de verwachte winst. Het werd nog waanzinniger bij de IPO van Linked-In. Deze site waar je een profielletje kan aanmaken en professionele relaties uitnodigen, maakte in 2010 15 miljoen USD winst. Wat zouden wij willen betalen als prospectieve eigenaar van dit bedrijf? We zijn genereus en zouden hier 20x de winst voor betalen want het groeit snel. Dit impliceert een marktkapitalisatie van 300 miljoen USD. De marktkapitalisatie door de Wizz-kids van Wall Street bij de IPO was 5 miljard, waarop het aandeel prompt verdubbelde en vandaag heeft het een marktkapitalisatie van 10,1 miljard USD. Een koers-winstverhouding van 666 op de winst van 2010. Om deze waardering te rechtvaardigen moet Linked-In volgens ons een winst behalen tussen de 500 miljoen à 1 miljard USD. We kennen Linked-In als site en eerlijk gezegd, we zouden er geen 5 cent aan betalen mocht men ooit proberen om zijn users te laten betalen. Vroeg of laat zullen adverteerders dit ook door hebben en is onze voorspelling dat Linked-In als een pudding in elkaar zakt. We zijn geen hedge fund dat “short” gaat op aandelen maar aan dit soort waanzinnige waardering: *oh boy we are tempted!*

Aan de andere kant van het waarderingsspectrum vinden we Microsoft. Deze technologiereus is niet “sexy en hip” maar wel goedkoop. Sinds 1998 deed het aandeel niets, ondanks het feit dat de omzet cumulatief met 350% steeg. De koers-winst verhouding bedroeg in 1998 62x en daalde ondertussen tot 9x de winst van 2011. De EV/sales ratio daalde van 24x in 1998 tot 2,4x in 2011. De verwachtingen bij Microsoft zijn in tegenstelling tot Linked-In laag. Microsoft heeft veel cash en kan deze gebruiken om zijn dividend te verdubbelen en voor 150 miljard USD eigen aandelen in te kopen. We verdubbelden de afgelopen 6 maanden onze positie in Microsoft.

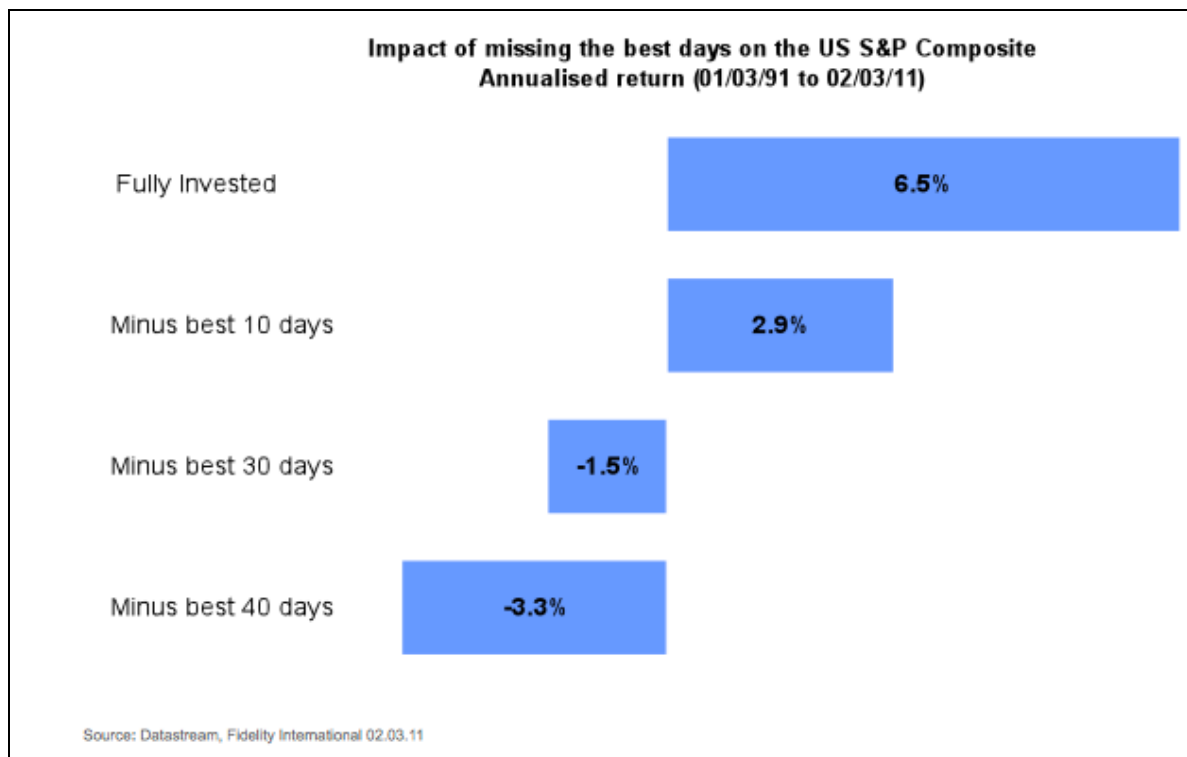
Tenslotte nog een bedenking by Mr.Market. Mr.Market is het imaginaire figuurtje dat Buffett gebruikt om te illustreren dat er elke dag wel iemand is die op de beurs stukken koopt en verkoopt en vaak emotioneel reageert in plaats van rationeel. In juni beleefde één van onze aandelen in portefeuille, Harbin Electric, een ongeziene volatiliteit. Het Chinese aandeel kwam onder vuur te liggen van shortsellers en kelderde op 16 juni met 50% tot 6 USD. De website Citron Research.com beschuldigde het bedrijf van fraude en valsheid in geschrifte. Het bedrijf ontkrachtte de volgende dag al deze beschuldigingen maar de reputatieschade was gebeurd. Opvallend, één dag voor het rapport uitkwam was 57% van de free float short. Op 30 juni was nog

slechts 25% van de free float short. (note: is er iemand wakker bij de Amerikaanse beurswaakhond SEC die dit soort zaken kan onderzoeken?) Op 20 juni bevestigde het bedrijf het uitkoopbod van de CEO aan 24 USD. Momenteel noteert het aandeel rond de 17,5 USD (koers 13 juli), nog steeds een fikse korting op de biedprijs. Het bedrijf werd tijdens het uitkoopbod bijgestaan door Morgan Stanley en Lazard. CEO Tianfu Yang werd bijgestaan door Goldman Sachs. De 400 miljoen USD financiering zal voorzien worden door de China Development Bank Corporation (CDB). Sinds 12 juli staat de volledige proxy filing op de SEC website. Eind juni hadden we een ontmoeting met het management van Harbin Electric in New York en begin september brengen we een bezoek aan hun belangrijkste fabriek in Xi'an (China). Na een grondige analyse blijft het onze overtuiging dat het bod zal doorgaan aan 24 USD en dat de aandeelhouders in december de cash op hun rekening zullen gestort krijgen.

TIMING

Als fondsbeheerders geven we voortdurend presentaties aan reeds bestaande investeerders maar ook vaak aan potentiële investeerders. De meest gestelde vraag is altijd dezelfde: “*is het nu een goed moment om te beleggen?*” afgewisseld met “*wat gaat de beurs de komende drie tot zes maanden doen?*”. Ons saaie en voorspelbare antwoord is dan steeds: “*We don't have a clue*”. Het is naar onze mening het enige eerlijke antwoord. Zijn we dan niet geïnteresseerd in wat allerlei bekende economen voorspellen? Toch wel, maar we weten ook hoe goed hun trackrecord is. Op een Amerikaanse website (cxoadvisory.com/gurus) leren we dat de gemiddelde beursexpert 35% van de tijd juist is. Dat wil dus ook zeggen dat hij 65% van de tijd, ofwel 2/3^{de} verkeerd is! De site volgt de grote namen zoals Jeremy Grantham, etc.

In tegenstelling tot vele beleggers denken we dat de markt goed timen (lees: kopen op laagste punt en verkopen op hoogste punt) zeer moeilijk is. Een studie van Fidelity tussen 1991 en maart 2011 toont aan dat over een 20 jarige periode het rendement van Amerikaanse beleggers gemaakt wordt op een zeer beperkt aantal dagen. Deze dagen exact timen is statistisch gezien onmogelijk.



DEBTOCRACY

De westerse landen (Amerika, West-Europa) en Japan lijden alle aan dezelfde ziekte: Debtocracy. Democratisch verkozen overheden bouwden een toren van schulden en de vraag is overal: hoe zal deze worden terugbetaald? Het antwoord is niet eenvoudig doordat de levensstandaard zo hoog is in de meeste landen dat elke toegeving wordt gezien als een stap terug in de tijd. Toch is er op lange termijn maar weinig keuze. We zullen het moeten doen met langere werkuren, minder vakantie, minder sociale voorzieningen en geen oneindige staatssteun. Besparingen worden vaak bestempeld als “asociaal” omdat ze de verworven rechten aantasten. De vraag is dan: wat is er sociaal aan een systeem dat onbetaalbaar is?

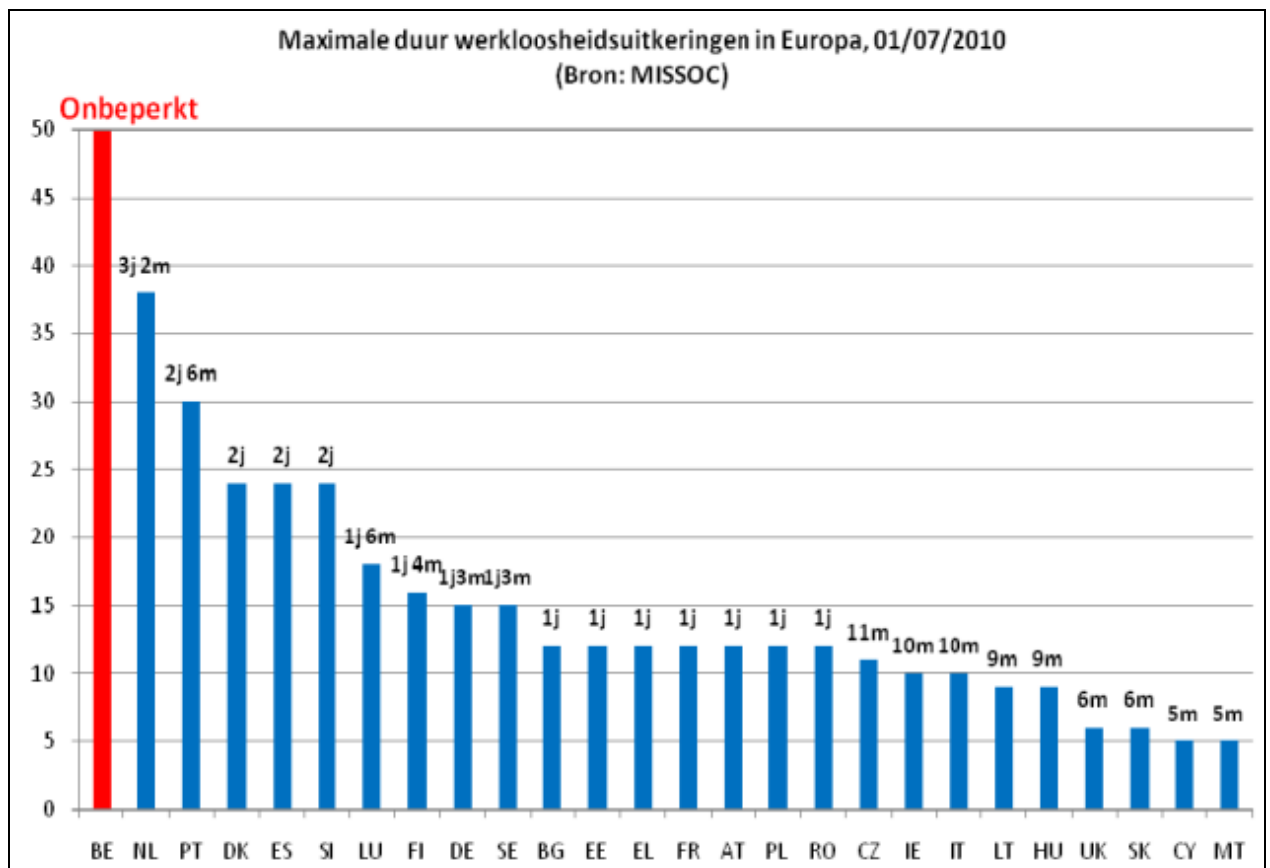
We zijn uiteraard geen voorstander van een dictatuur maar wel van een systeem dat politici sneller tot de orde roept. De Belgische minister van Financiën kan nu wel glunderend komen beweren dat in 2000 iedereen wist dat Griekenland loog bij de toetreding tot de euro-zone, maar ondanks het feit dat hij een toen een sleutelrol had in de beslissing of men Griekenland zou toelaten of niet. Het probleem in Europa is dat de politici veel te lang ongemoeid zijn gelaten door de obligatiebeleggers en de Maastricht-normen niet au serieux werden genomen. Elke poging van de Europese Commissie om dit af te dwingen werd in het verleden afgeblokt door Frankrijk en Duitsland. De kleinere landen zagen dit als een teken dat de Maastricht-norm eigenlijk niet zo belangrijk was, niet iets waar men echt rekening mee moest houden. Mario Monti schreef hierover een interessant artikel in de Financial Times van 21 juni. **(APPENDIX 3)**.

Warren Buffett gaf in een recent interview een goed antwoord hoe hij het deficit zou oplossen. Zijn antwoord kan worden weggelachen als onrealistisch, maar eigenlijk is het dat niet.

5 *"I could end the deficit in five minutes. You just pass a law that says that any time there's a deficit of more than three percent of GDP, all sitting members of Congress are ineligible for re-election. Yeah, now you've got the incentives in the right place, right?"*

A-SOCIALE VOORZIENINGEN

Zoals we reeds schreven in ons vorig halfjaarverslag, zal besparen in de meeste Europese landen niet zo moeilijk zijn. De sociale voorzieningen zijn zo uitgebreid geworden dat ze asociaal werden voor het deel van de bevolking dat ze moet betalen. In vele Europese landen draaien 20-25% van de inwoners op voor 80% van de belastingen. Tot voor de schulden crisis begon leken de meeste politici niet echt bezorgd over de aanbevelingen van de OESO en andere internationale instanties. Vandaag dwingt de markt hen om te luisteren maar helaas blijven sommige politici, zeker in België, met hun kop in het zand steken en lanceert men verdere voorstellen met belastingverhogingen, een vermogensbelasting en extra belastingen die zakenmensen treffen. Dit alles terwijl België de dubieuze eer heeft om zowat het enige land ter wereld te zijn waar men onbeperkt in de tijd kan terugvallen op een werkloosheidsuitkering. Indien men dit zou terugdringen zou men heel wat meer opbrengsten genereren dan door het belasten van, bijvoorbeeld, vliegtickets in business- of eerste klasse of nog maar eens de bedrijfswagens. Geert Noels zal nog gelijk krijgen wanneer hij zegt dat België op weg is om het *Museum van de Belastingen* te worden.

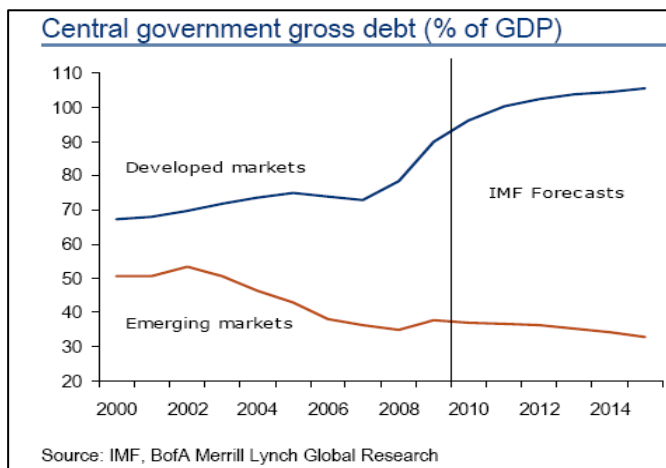


Zoals ook in vorige beheersverslagen reeds werd aangehaald (januari 2011 had een hele sectie met voorbeelden) doen we er best aan om alles wat door politici en centrale bankiers beloofd wordt met een grote korrel zout te nemen. Eerste ministers die verklaren “goed bezig” te zijn omdat hun begrotingstekort maar 4% is in vergelijking met een verre buur die 6% heeft, weten eigenlijk niet waarover ze spreken. De conclusie is nog steeds dat men meer geld uitgeeft dan men binnenkrijgt: een uiterst ongezonde situatie. Volgende foto lijkt ons toepasselijk om onze gevoelens te beschrijven ten opzichte van dit soort prietpraat.



AZIË: NOG STEEDS ONZE FAVORIETE PLAATS VOOR NIEUWE INVESTERINGEN

Mocht men nog steeds sceptisch staan tegenover extra besparingen kijkt men best eens naar Azië. Waarom groeien deze landen sneller? De overheden staan er (algemeen gesproken) vrij goed voor met een gemiddelde overheidsschuld van 30 à 40% en beheersbare begrotingstekorten (India is een uitzondering). Een groot deel van de Aziatische regio onderging een bijna doodservaring in 1997/1998. Het vierde grootste land ter wereld, Indonesië, was virtueel failliet met een staatsschuld van 150%. Vandaag heeft men 27% staatsschuld en een begrotingstekort van 3%. Indonesië gaf dit jaar voor het eerste overheidsobligaties uit tot 2038. Mexico deed zelfs nog "zotter" en gaf een obligatie uit aan 5,75% tot 2110. Indonesië is maar één voorbeeld hoe de balans in de wereldeconomie langzaam verandert. Alhoewel, zo langzaam gaat het niet. Uit

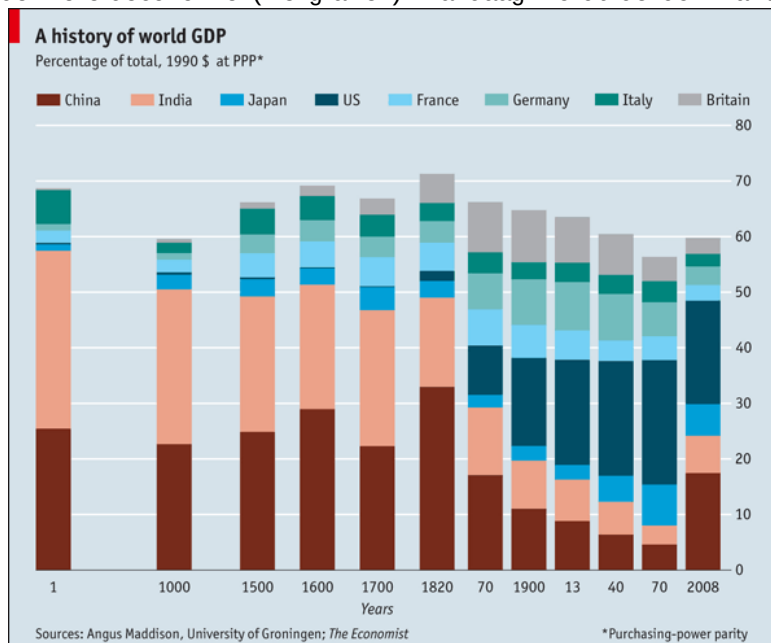


cijfers van de Conference Board, een betrouwbare Amerikaanse studiedienst, blijkt dat in 2000 nog meer dan 65% van het wereld BBP gecontroleerd werd door Westerse economieën en 30% door opkomende landen. Vandaag is de split 50/50 en in amper 5 jaar schat men dat meer dan 60% van het wereld BBP voortkomt uit de opkomende markten (gebaseerd op koopkrachtpariteit).

Azië zal tegen 2025 61% van de wereldbevolking uitmaken. De groei zal niet in één rechte lijn gaan en de koopkracht is er veel minder dan hier. In 2014 verwachten we dat er in Azië 945

miljoen mensen in de middenklasse (gemeten in lokale koopkracht, bron: CLSA rapport Mr & Mrs Asia, april 2010) zullen zijn. Een niet te onderschatten drijfveer voor de economie. Amerika en Europa hebben samen 810 miljoen inwoners en we zijn niet naïef door te denken dat Azië niet afhankelijk is van het Westen. Azië zal dus net zoals bij de opkomst van de Verenigde Staten de laatste 100 jaar, groeivertragingen, recessies, huizenbubbels en financiële debacles meemaken.

Is de groei van Azië in historisch perspectief uitzonderlijk of eigenlijk niet? Volgens professor Angus Maddison (Universiteit Groningen) domineerden India en China tussen het jaar 1000 en 1850 de wereldeconomie (zie grafiek). Vandaag wordt de dominante positie van Amerika en Europa

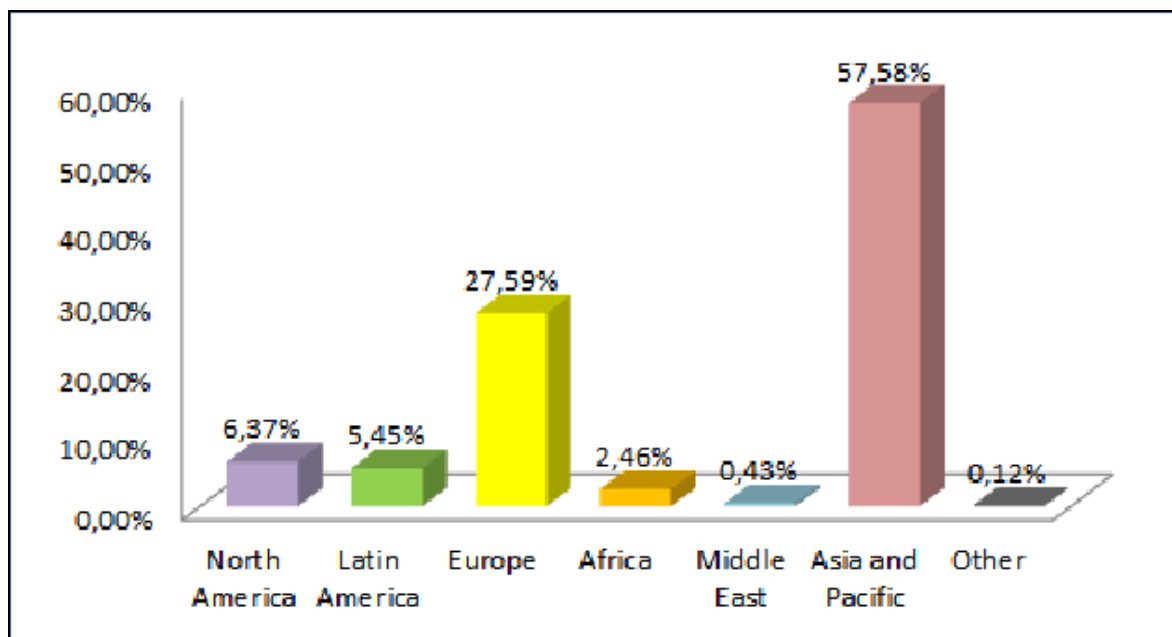


terug ingenomen door Azië. Professor Kishore Mahbubani, decaan van National University of Singapore ziet het als volgt:

"I would say America will continue to do well but the kind of incredible domination of the world that America and the West enjoyed for the last 200 years was a hugely artificial moment of history. For 1.800 of the last 2.000 years the two largest economies in the world were consistently China and India. So by 2050, or earlier, the Nr.1 economy will be China, Nr.2 India and Nr.3 America, that's the normal scheme of things. This by and large is a

great thing because 1) billions of people are rescued from absolute poverty, 2) you're going to see a return, in a sense, to normality. When you underperform vis-à-vis the rest of the world you lose your self confidence, you lose your sense of well-being, that's how 100.000 Englishmen could rule over 300 million Indians so effortlessly. An Asian cultural renaissance will be the biggest thing that's going to happen in the 21st century, and I think it's going to be a very exciting new world. It should be better for all of us".

Wat wil deze visie concreet zeggen voor het gevoerde beleid in de Value Square bevek? Het percentage van aandelen met een Aziatische component is sterk gegroeid. Hierbij meten we de omzetverdeling per bedrijf en nemen we bijvoorbeeld niet de beursnotering van een bedrijf als maatstaf. In onderstaande grafiek ziet u de situatie per 30 juni 2011.



Als wereldwijde value beleggers zijn ook onze reizen toegespitst op de regio's die er naar onze mening goed voorstaan. Sinds begin 2011 waren we o.a. in China, Singapore, de Filipijnen, Indonesië, Brazilië, Argentinië en Vietnam. In het najaar gaan we nog twee keer naar China, Hong Kong, Indonesië, Singapore en Turkije.

Een korte bespreking van onze reizen gedurende de eerste zes maanden van 2011. Zowel Argentinië als Vietnam hebben te kampen met zeer hoge inflatie. In Argentinië probeert de regering Kirchner om de echte inflatiecijfers achter te houden. Contacten bij Bank of America vertelden ons dat indien men zijn prognoses van 20-30% inflatie bleef publiceren men zijn licentie zou verliezen. De inflatie volgens de Argentijnse regering bedraagt 9%. Contact met lokale inwoners bevestigde dat dit onzin is en overall (restaurants, taxi's, straatverkopers) aanvaardde men graag USD ipv Argentijnse peso. In Vietnam leerde we dat men de afgelopen 30 jaar 4 keer een andere munt kreeg nadat het geld drukken in overdrive was gegaan en de munt waardeloos werd. Vandaag kampt Vietnam ook met 20% inflatie per jaar en devalueerde zijn munt vier keer de afgelopen 18 maanden. De Vietnamese beurs was "red-hot" in 2007. Vandaag is ze één van de goedkoopste in Zuid-Oost Azië en op lange termijn staat men waarschijnlijk goedkoop. Sinds ons bezoek in februari daalde de beurs nog eens 20% en werden enkele dossiers bekeken. Voorlopig werd beslist om nog nergens in te beleggen. Wat opvallend is in Argentinië en Vietnam is dat de bevolking gewend is aan hoge inflatie. Daar waar dit in Europa en Amerika als doemscenario wordt aanzien zijn periodes met lage inflatie in deze landen eerder uitzonderlijk. In Vietnam gebeuren vastgoedtransacties nog regelmatig in goud en in Argentinië zijn investeringen in landbouwgrond een vaste waarde bij vele inwoners.

In China spendeerden we heel wat uren in het vliegtuig en op de baan. China is zo gigantisch groot dat je nooit kan zeggen dat je het voor een groot stuk gezien hebt (dat zou fel overdreven zijn) maar toch waren we verrast door de snelle opbouw van kleinere steden buiten Shanghai en Peking. Zo bezochten we een fabriek van 361 Degrees in Jinjiang en de fabriek van Xingda in Xinhua City. In Indonesië bezochten we twee palmolieplantages van Gozco Plantations alsook Bintan eiland waar Gallant Ventures een groot stuk land commercialiseert. Bintan ligt vlak voor de kust van Singapore (45 minuten per ferry) en Gallant staat onder controle van de familie Salim. Deze familie kennen we al via First Pacific, een belangrijke holding voor Value Square Fund Equity World. Voorlopig hebben we nog geen investering in Gallant Ventures.

Bespreking: Petrobras

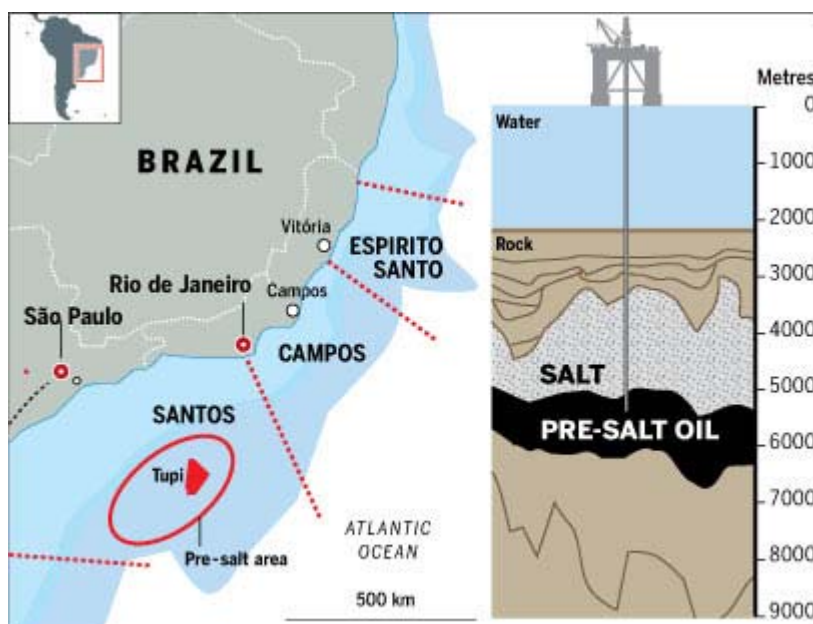
In vorige beheersverslagen bespraken we volgende aandelen reeds in meer detail: Jardine (juli 2009), de spaarkassen van Crédit Agricole (januari 2010), de palmoliesector (juli 2010) en Nyrstar (januari 2011). Deze keer gaan we iets dieper in op onze investering in Petrobras. Het fonds heeft een participatie van 3% in Petrobras.



Petrobras is een geïntegreerde energiegroep uit Brazilië. Het bedrijf werd opgericht in 1953 en is nog steeds voor meer dan 50% in handen van de Braziliaanse staat. Petrobras heeft een notering in Sao Paulo alsook in New York (ADR). We verkiezen de preferente aandelen van Petrobras aangezien deze met

een extra korting noteren en een hoger dividend hebben. In ruil hebben we wel geen stemrecht maar aangezien Petrobras onder controle staat van de Braziliaanse staat is onze stem maar weinig waard.

Petrobras is vandaag de grootste oliemaatschappij van Brazilië maar qua productie is het nog veel kleiner dan de echte "majors" zoals Exxon Mobil. De afgelopen vier jaar ontdekte Petrobras echter zeer grote olievelden voor de kust van Brazilië. De bekendste ontdekkingen heten Tupi (ondertussen heet dit veld Lula) en Carioca (dit veld heet vandaag Cernambi) en kwamen toen herhaaldelijk in het nieuws. De hele regio noemt men het "Pre-Salt" gebied omdat de olie te vinden is op zeer grote diepte (5000 meter) onder een dikke zoutlaag. Een kaart van de regio ziet u hieronder.



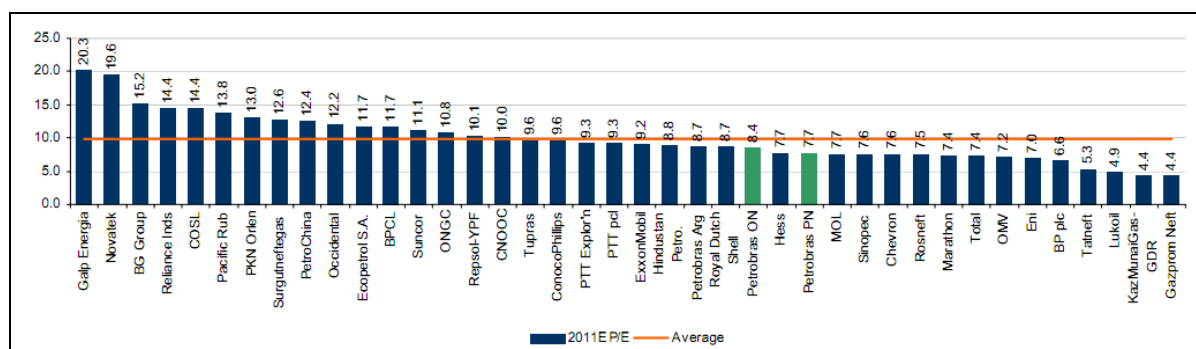
Bij de initiële bekendmaking ging de koers van Petrobras begrijpelijk fors hoger. Vandaag stellen we echter vast dat Petrobras is teruggevallen tot een niveau dat lager is dan voor men het “pre-salt” gebied ontdekte. Dit lijkt ons onlogisch en Petrobras is vandaag dan ook goedkoop.

Petrobras zal de komende jaren forse investeringen doen om al deze olievelden te ontwikkelen. Tussen 2011 en 2015 zal men 250 miljard USD uitgeven aan CAPEX projecten. Men zal geen vrije cash flow genereren voor 2015. Na deze periode zal men dit wel kunnen doordat er veel nieuwe projecten olie en gas zullen produceren. Ondertussen moet Petrobras zich echter financieren op de markt en in 2010 voerde men nog de grootste kapitaalverhoging ooit door voor 70 miljard USD. De schrik bij investeerders zit er vandaag in dat Petrobras nog meer kapitaal zal komen ophalen.

De CFO van Petrobras vertelde ons bij een bezoek aan Rio de Janeiro in maart 2011 dat men zeker geen kapitaalverhoging zal doorvoeren om de capex te financieren. Eind juni werd dit nogmaals bevestigd. Men zal wel verder obligaties uitgeven. Petrobras wordt vandaag op de markt goedkoper gewaardeerd dan voor de ontdekking van de pre-salt velden.

Eind 2010 had men 16 miljard vaten bewezen reserves. Het pre-salt gebied draagt daarin maar 1 miljard vaten bij. De reserves die men uit de reeds onderzochte velden van de pre-salt zou kunnen halen zijn nog eens 15 miljard vaten. Deze velden met namen zoals Lula (was Tupi) en Cernambi (was Carioca) zijn in volle ontwikkeling. Voorlopig onderzocht Petrobras slechts 28% van het hele pre-salt gebied. 72% blijft dus nog te onderzoeken en men gaat er van uit dat in de rest van het gebied ook olie zal gevonden worden. Men wil nu eerst de velden die men reeds ontdekt heeft verder ontwikkelen. Petrobras heeft iets waar zowat alle grote oliebedrijven van dromen: gigantische reserves en gigantisch potentieel om deze reserves voor decennia te vergroten. Al 18 jaar langt vindt Petrobras meer reserves dan men oppompt en verkoopt (Reserve Replacement Ratio). In 2010 was de RRR zelfs 200%. Petrobras is echter meer dan het pre-salt gebied. Van 2000 tot 2009 groeide de productie van de velden die niet in het pre-salt gebied liggen met gemiddeld 5,6% per jaar. Vandaag heeft Petrobras een productie van 2 miljoen vaten per dag en dit zal stijgen naar 3 miljoen vaten in 2014 en ongeveer 4,5 miljoen vaten per dag in 2020.

Een simpele waardering van de bewezen reserves toont aan hoe goedkoop Petrobras vandaag noteert. Indien we enkel de bewezen reserves nemen van 15,986 miljard vaten olie en we rekenen per vat een waarde van 13 USD bekomen we een prijs per aandeel van 31 USD. Men moet geen genie zijn om te zien dat de andere 15 miljard vaten in het pre-salt gebied ook niet waardeloos zijn. Bij de kapitaalverhoging schatte DeGolyer MacNaughton, zowat de bekendste onafhankelijke schatter in de oliemarkt, deze reserves in hun huidige staat van ontwikkeling aan een waarde per vat van 8,51 USD. Vorig jaar kocht een Chinees bedrijf de activa van Repsol in het pre-salt gebied voor een soortgelijk bedrag per vat. 15 miljard vaten * 8,51 is 19 USD per aandeel Petrobras. De nettoschuld bedraagt 7 USD per aandeel. Dit jaar verwachten we dat Petrobras 3,9 USD per aandeel zal verdienen. Dit wil zeggen dat het bedrijf aan 7,7x de winst noteert van 2011. In vergelijking met concurrenten is dit aan de lage kant, zeker gezien het groeiprofiel (zie onderstaande vergelijking). Het dividendrendement bedraagt 3%. De intrinsieke waarde van Petrobras is 50 USD. Vanaf de huidige beurskoers (30 USD) geeft dit een opwaarts potentieel van 66%.



Top & Flop 3

In dit deel bespreken we achtereenvolgens onze drie slechtst presterende aandelen tot hertoe en onze drie best presterende aandelen over de eerste jaarhelft van 2011 (die we nog in portefeuille hebben). Het gaat hier louter over de koersevolutie en niet over de onderliggende waardecreatie van bedrijven. Het is een snapshot op één bepaald moment maar geeft wel een indicatie waar we tot hertoe het meeste geld verloren en het meeste geld verdienden. *(de returns zijn sinds 31/12/10, inclusief wisselkoersverschillen en zonder dividenden)*

TOP		FLOP	
Solvay	33,6%	Asian Citrus	-32,6%
Devgen	33,3%	Winsway	-34,3%
Trinity Capital	31,1%	SREI	-34,8%

TOP

Solvay: Solvay maakte de afgelopen zes maanden eindelijk bekend wat het met de cash ging doen die men ontving na de verkoop van zijn farmadivisie. Het Belgische bedrijf neemt zijn Franse sectorgenooot Rhodia over. De koers reageerde onmiddellijk positief op het nieuws en ook de sell-side analisten werden positief met koersdoelen tussen 130 en 150 EUR. Met wat we vandaag weten is Solvay 120 EUR per aandeel waard volgens ons model. Eind juli komen er resultaten van Solvay en herbekijken we onze prognoses. Solvay wordt niet meer gekocht.

Devgen: Devgen voerde een kapitaalverhoging door en de financieringsbehoeften lijken nu weer voor een lange tijd van de baan. Bij de kapitaalverhoging zagen we zowel GIMV als de familie De Ruiter toetreden tot het kapitaal. De familie De Ruiter was in het verleden al succesvol actief in de zadenbusiness. We behouden een kleine positie van 1% in het fonds.

Trinity Capital: het Indiase vastgoedvehikel deed twee keer een kapitaalreductie van in totaal 47,5pence per aandeel. Een derde kapitaalreductie (6 pence per aandeel) zal gebeuren begin augustus. Trinity zal de komende jaren verder geliquideerd worden en we mogen nog meer dividenden verwachten, alsook inkoop van eigen aandelen of kapitaalreducties. De return van 31,3% houdt rekening met de kapitaalreductie van 30,9 pence in februari 2011.

FLOP

Asian Citrus: Asian Citrus blijft gezapig groeien en meer sinaasappelbomen planten. De koers kwam onder druk te staan nadat Sino Forest onder vuur kwam van research bureau Muddy Waters. De problemen bij Sino Forest zorgden voor een verkoopgolf bij bedrijven in dezelfde sector zoals Asian Bamboo, Chaoda, China Green, China Minzhong en Asian Citrus. Volgens ons zijn er geen problemen bij Asian Citrus en noteert het aandeel goedkoop aan 12x de verwachte winst.

Winsway: De Chinese importeur van kookskolen, Winsway, kende een forse daling. Investeerders vrezen een afkoeling van de Chinese economie waardoor de vraag naar staal zou dalen. De kookskolen die Winsway importeert vanuit Mongolië zijn één van de voornaamste grondstoffen voor staalfabrieken. Voorts was er nog een belangrijke aandeelhouder, HOPU, die zal ophouden te bestaan en die zijn 10% participatie in de verkoop zet. Moody's gooide ook nog wat olie op het vuur door een kritisch rapport te schrijven dat volgens ons weinig basis had maar wel een effect op de koers. Winsway noteert 7,8x de verwachte winst van 2011 en 6x de verwachte winst van 2012.

SREI: Het Indiase SREI, actief in de financiering van infrastructuurprojecten, kwam onder druk door een stijging van de Indiase rente. Dit zet druk op de marges van SREI. SREI noteert aan 0,7 het eigen vermogen en blijft goedkoop.

De 20 grootste posities van het fonds kan u vinden in **APPENDIX 4**.

“Aandeelhouders zijn onze partners”

De derde jaarvergadering van Value Square Fund Equity World was een groot succes en we hadden 230 aanwezigen. Naast onze presentatie was de CEO van Velcan Energy aanwezig, Antoine Decitre. Hij gaf een overtuigende presentatie waarom Velcan Energy het potentieel heeft om een veelvoud van de huidige beurskoers te noteren binnen enkele jaren. Vandaag betalen we net iets meer dan de netto cash op de balans en 30% minder dan het eigen vermogen. De financiële directeur van Socfinaf (het vroegere Intercultures) kwam ook het Afrikaanse groeimodel uit de doeken doen. Normaal kwam Luc Boedt (CEO) zelf Socfinaf voorstellen maar hij zat vast in Sierra Leone en kon niet aanwezig zijn maar werd waardig vervangen door Philippe De Groote (CFO).

Zoals al eerder geschreven is het onze bedoeling om onze aandeelhouders te behandelen als partners. Wij verwachten van de bedrijven waarin we investeren dat ze goed communiceren en dat de managers zelf aandelen hebben van hun eigen bedrijf. Het is dus nogal vanzelfsprekend dat u als aandeelhouder van Value Square Fund Equity World ook mag verwachten dat wij als beheerders goed communiceren en ook belegd zijn in het fonds dat we beheren. Via onze talrijke presentaties, maandelijkse factsheets en het zesmaandelijkse beheersverslag proberen we in te staan voor een goede communicatie. Voorts zijn de beide beheerders geïnvesteerd in het fonds en werd onze positie nog verhoogd sinds begin 2011.

Toch moeten we waarschuwen dat er ook periodes zullen komen waarin het fonds minder zal presteren over periodes van 1,3 of 6 maanden ten opzichte van bepaalde indices. De afgelopen 6 maanden waren alvast zo een periode. We deden het beter dan sommige indexen maar slechter dan enkele anderen.

Ten slotte willen we alle aandeelhouders bedanken voor hun steun en vertrouwen. Het fonds startte op 1 oktober 2008 in moeilijke omstandigheden. Wat begon met 5 miljoen euro is ondertussen aangegroeid tot 97 miljoen euro. Uiteraard zijn rendementen uit het verleden geen garantie voor rendementen in de toekomst maar we zullen er alles aan doen om over lange termijn goede rendementen te behalen voor onze partner/aandeelhouders. Succesvol investeren is een marathon, geen sprint.

Met vriendelijke groeten,

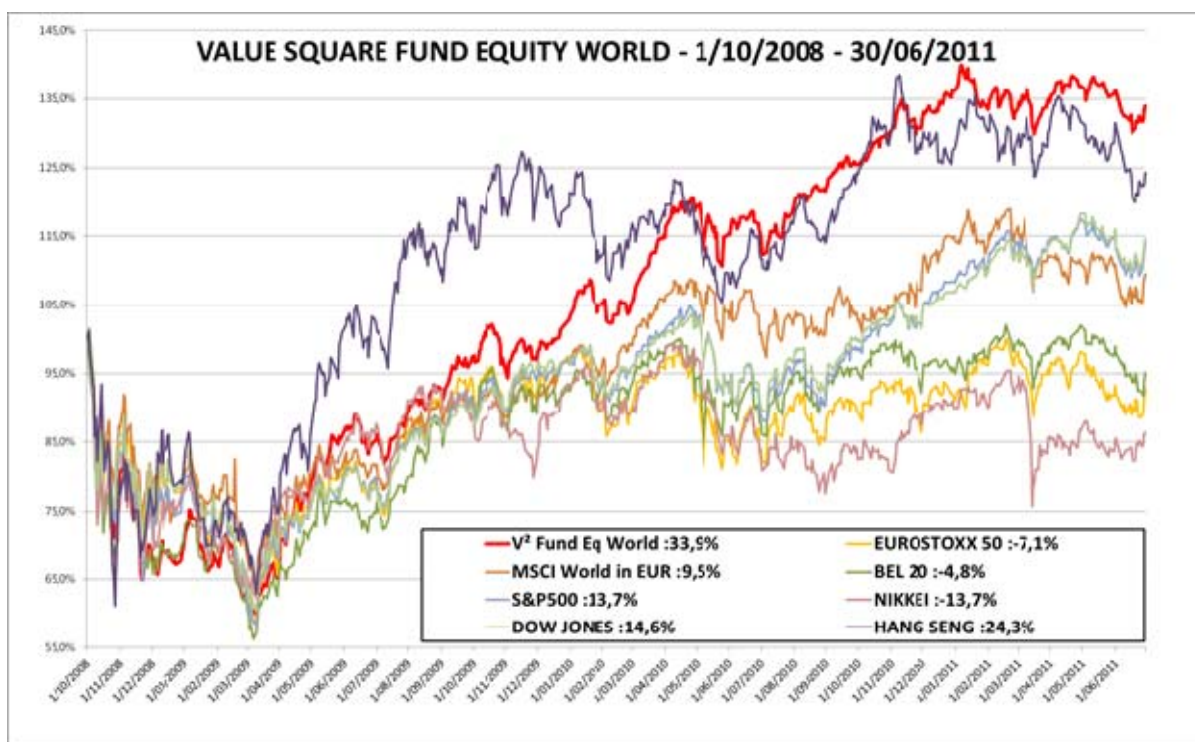
De beheerders van Value Square Fund Equity World

Patrick Millecam & Nic Van Broekhoven

Disclaimer : De inhoud van dit bericht is niet bedoeld als beleggingsadvies, noch als een voorstel om een effect te kopen of te verkopen. Potentiële investeerders in Value Square Fund dienen hun beslissing zelfstandig te nemen op basis van het volledige prospectus (gratis beschikbaar op www.value-square.be) of zich te laten bijstaan door een erkend professioneel beheerder of beleggingsadviseur. Gezien Value Square Fund Equity World een wereldwijd aandelenfonds is, houdt een investering in de bevek een aantal risico's in, verbonden met wereldwijde aandelenbeleggingen. Rendementen uit het verleden bieden geen enkele garantie op rendement in de toekomst. De beheerder van de bevek hanteert bronnen die hij betrouwbaar acht doch kan op geen enkele wijze verantwoordelijk worden gesteld voor mogelijke fouten in de inhoud van dit bericht. De informatie kan op elk ogenblik worden gewijzigd zonder verdere aankondiging of waarschuwing.

Copyright : U mag deze informatie alleen afdrucken of opslaan op een elektronische drager voor uw persoonlijk gebruik. U mag de informatie, inclusief Disclaimer en Copyright, niet wijzigen of deels verwijderen. Voor elk publiek of commercieel gebruik dient vooraf de schriftelijke toestemming van Value Square te worden bekomen.

APPENDIX 1 (bron: Value Square Asset Management)



13

Prestaties Value Square Fund Equity World

Vergelijking met belangrijke indices

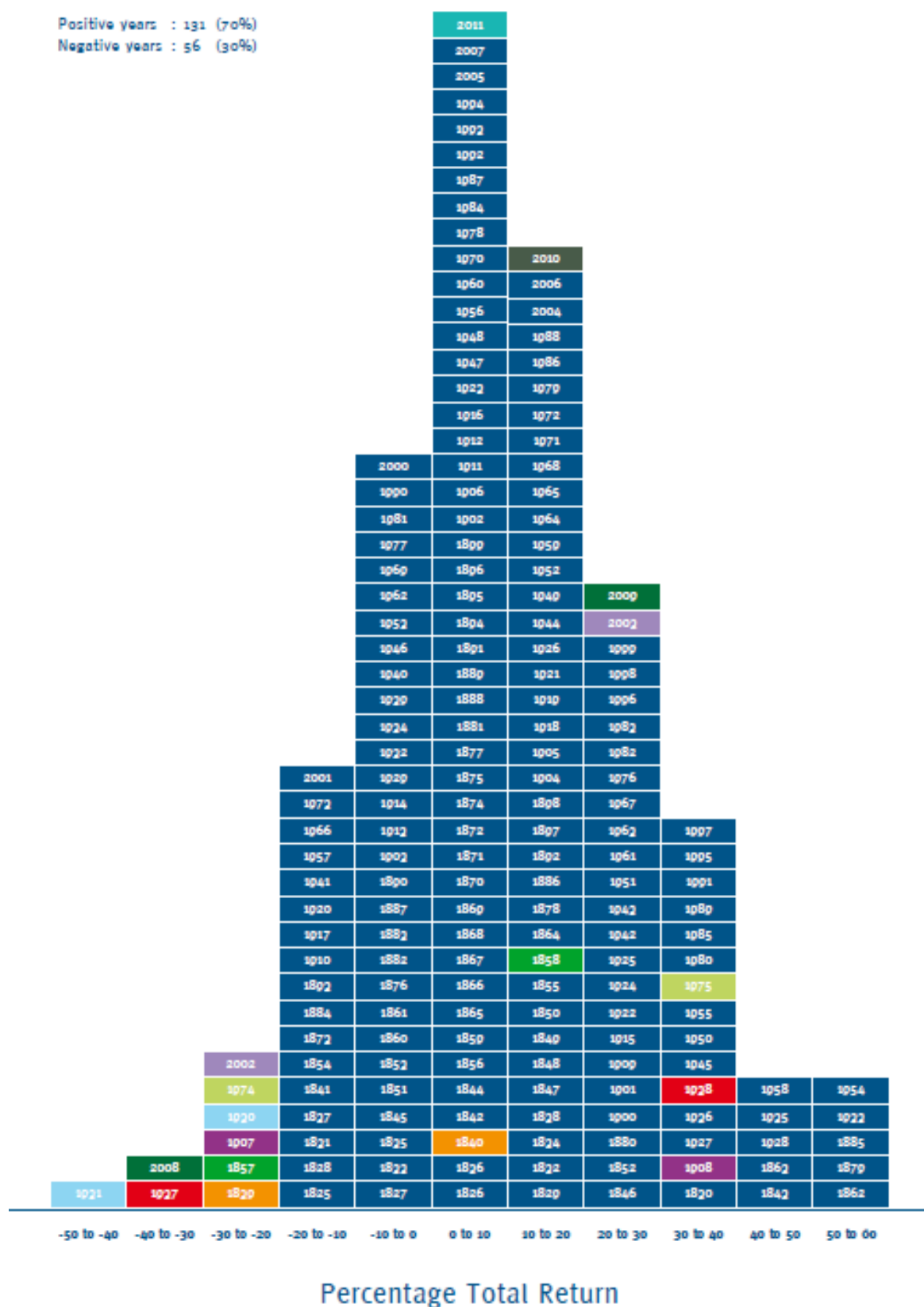
koersen per 30/06/2011

Fonds/Index	Return sinds 1/10/2008	Return sinds 31/12/2008	Return sinds 31/12/2009	Return sinds 30/06/2010
VALUE SQUARE FUND EQUITY WORLD	33,9%	92,3%	29,8%	16,5%
MSCI WORLD in EURO	9,5%	40,5%	13,3%	8,5%
BAS RETURN	3,8%	35,8%	7,6%	9,6%
DOW JONES	14,6%	41,5%	19,0%	27,0%
BEL20	-4,8%	35,4%	2,9%	8,3%
HANG SENG	24,3%	55,7%	2,4%	11,3%
S&P 500	13,7%	46,2%	17,3%	28,1%
EUROSTOXX 50	-7,1%	16,2%	-4,0%	10,7%
NIKKEI 225	-13,7%	10,8%	-7,4%	4,6%
SHANGHAI COMPOSITE	20,4%	51,7%	-15,7%	15,2%

Gezien Value Square Fund Equity World een wereldwijd aandelenfonds is, houdt een investering in de bevek een aantal risico's in, verbonden met wereldwijde aandelenbeleggingen. Rendementen uit het verleden bieden geen enkele garantie op rendement in de toekomst. De beheerder van de bevek hanteert bronnen die hij betrouwbaar acht doch kan op geen enkele wijze verantwoordelijk worden gesteld voor mogelijke fouten in de inhoud van dit bericht. De informatie kan op elk ogenblik worden gewijzigd zonder verdere aankondiging of waarschuwing.

APPENDIX 2 (bron: Value Square Asset Management)

Positive years : 131 (70%)
Negative years : 56 (30%)



APPENDIX 3 (bron: ft.com) 20/06/11

Europe's problem – too deferential and too polite

At the roots of the [eurozone crisis](#) lies of course the past indiscipline of specific member states, Greece in the first place. But such indiscipline could simply not have occurred without two widespread failings by governments as they sit at the table of the European Council: an unhealthy politeness towards each other, and excessive deference to large member states.

This week will tell us whether this lesson – which is even more important for the future of the eurozone and the European Union than a [“solution” to the Greek crisis](#) – has been learnt. The events to watch are the Ecofin Council (eurozone finance ministers meeting) on Monday and the European Council meeting of EU leaders on Thursday and Friday.

As for politeness, would [Greece](#) have been able to run for years public deficits vastly above its officially published figures – until the excess became known in late 2009 – had Eurostat had the power to conduct serious investigations to check the adequacy of nationally produced statistics? Of course not.

Yet, when the European Commission proposed years ago that the European statistics office should be given those powers, most member states found the idea improperly intrusive. Led by Germany and France, they blocked it. Each government was, of course, aware that sharing a single market and even more a single currency with countries that might violate the rules would have dangerous consequences.

Nonetheless, to allow [objective but indiscreet eyes to probe government accounting](#) would definitely have gone – they thought – one step too far. Today they must all, including Greece, regret that the commission's proposal was blocked.

More generally, an unhealthy degree of politeness has often characterised member states when it comes to peer review exercises. The understanding is that if a government is spared the domestic political embarrassment of receiving a very negative grade, it is likely to return the favour when the turn comes to assessing other governments.

As for deference to large member states, it is, in a sense, enshrined in the treaty. In fact, a large member state has more votes in Council deliberations and more members of the European Parliament than a small member state. Thus, it has more influence on the legislative process, as is perfectly justified on democratic grounds. However, when it comes to the enforcement of EU laws or decisions, member states should all be treated as equal, and they normally are. There have been exceptions, however. They have had a lasting negative impact on the credibility of two key policy instruments of the EU over the last decade or so: the [stability and growth pact](#) and the [Lisbon strategy towards greater competitiveness](#).

The credibility of the stability pact was severely impaired, as Chancellor Angel Merkel underlined when the Greek crisis exploded, by the decision taken by the Ecofin Council at the end of 2003. The commission had proposed issuing the prescribed warnings to France and Germany because they were on a collision course with the requirements of the pact, as it had done for Ireland and Portugal the year before.

The council, however, under the combined pressure of those two governments, helped by the Italian government which was holding the presidency, did not follow the commission's proposal, as it had done for the two smaller countries. There was, one could say, an “excess of deference” procedure – to paraphrase the pact's terminology.

So it can be no surprise that other countries, perhaps by tradition less keen anyway on the “culture of stability” promoted by Germany, took that almost as a licence to interpret the requirements of discipline in a more relaxed way. When the Lisbon strategy launched in 2000 was reviewed five years later, it was proposed that the commission should regularly publish a transparent scoreboard to put more pressure on member states to deliver on their commitments. Germany's then chancellor Gerhard Schroeder strongly objected and the commission – wrongly, in my view – decided not to proceed to the “naming and shaming” of member states. It is now recognised that a system of putting explicit pressure is needed. The [“Europe 2020” strategy](#) stresses the need for explicit and candid monitoring. The commission published earlier this month bold recommendations for each member state, regarding both the stability pact and national reform policies.

So now for this crucial week. In the interest of an effective and disciplined enforcement of the new stability pact, the Ecofin Council should accept the two key requests of the European Parliament: first, an extended scope for the “reversed qualified majority” rule (a qualified majority would be needed to block a proposal, not to approve it) will ensure that the commission’s proposals will have a greater role, with reduced opportunities for exchanges of favours among member states.

Second, the European Parliament’s involvement as promoter of an open “economic dialogue” would, by ensuring greater transparency, make such exchanges – and indeed displays of deference – less likely. In short this would boost both the discipline and credibility of the eurozone.

The European Council should by no means dilute the recommendations for each member state. If their individual or combined resistance were to erode the commission’s recommendations, Europe 2020 would soon join the Lisbon strategy in lack of credibility and effectiveness.

When he chairs the council later this week, President Herman van Rompuy will have to be the guardian of healthy impoliteness – and lack of deference.

The writer is President of Bocconi University and a former European Commissioner.

APPENDIX 4 (bron: Vale Square Asset Management)

Top-20 posities van Value Square Fund Equity World op 30/06/2011

Value Square Fund Equity World	
TOP 20 POSITIES	30/06/2011
NAAM	% Gewicht
1 JARDINE STRATEGIC HLD LTD (SG)	5,41%
2 XINGDA INT'L HOLDINGS (HK)	3,67%
3 ANGLO EASTERN PLANT. (LO)	3,65%
4 FIRST PACIFIC CO (HK)	3,48%
5 GBL (BR)	3,31%
6 MERR.LYNCH MCLEOD RUSS.IND 24031	3,08%
7 PETROLEO BRASILEIRO -ADR -A (NY)	3,04%
8 NYRSTAR NV (BR)	3,03%
9 SANOFI-AVENTIS (PA)	2,70%
10 WINSWAY COKING COAL HOLD REG (H	2,58%
11 VELCAN ENERGY (PA)	2,56%
12 M P EVANS GROUP PLC (LO)	2,56%
13 SOCFINAF SA (LU)	2,37%
14 BUMI SERPONG DAMAI PT (TJ)	2,34%
15 MELEXIS (BR)	2,30%
16 HARBIN ELECTRIC INC (NY)	2,09%
17 AKER ASA - A - (OS)	2,09%
18 361 DEGREES INTL (HK)	1,92%
19 KAWASAN IND.JABABEKA FOREIGN (T	1,84%
20 MICROSOFT CORP (NY)	1,84%