

MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2008

Inleiding

De aandelenmarkt vertoonde in augustus een technisch herstel na de forse koersdalingen van de twee voorgaande maanden. De portefeuille van het Add Value Fund kende een krachtiger koersherstel dan het marktgemiddelde. De intrinsieke waarde per participatie steeg met 6,7% van € 76,26 naar € 81,37.

Per 29 augustus was voor een bedrag van € 37,9 miljoen belegd in 24 ondernemingen. Per 1 september 2008 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 41,7 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 90,9% van het vermogen is belegd.

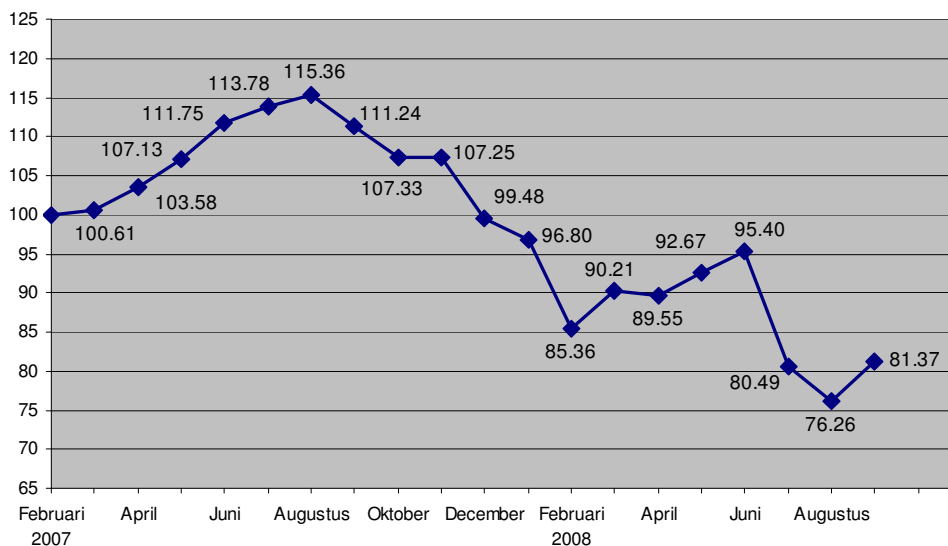
De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie per 1 september 2008	€ 81,37
Fondsvermogen per 1 september 2008	€ 41.709.259
Aantal uitstaande participaties per 1 september 2008	512.588

De gerealiseerde rendementen (procentueel) vanaf de start van het fonds zijn in het volgende overzicht weergegeven:

Jaar	Jan.	Febr.	Mrt.	Apr.	Mei	Juni	Juli	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jaar	Cum.
2007	-	0,61	2,95	3,43	4,31	1,82	1,39	-3,57	-3,51	-0,01	-7,24	-2,70	-3,20	-3,20
2008	-11,82	5,68	-0,73	3,48	2,95	-15,63	-5,26	6,70					-15,94	-18,63

Intrinsieke Waarde



Mutaties in de portefeuille

De belangen in ondernemingen met een sterk winstmomentum werden in de verslagmaand vergroot. In dit kader werden aanvullende aankopen verricht in onder andere **Brunel, DNC De Nederlanden Compagnie, Draka Holding, HES Beheer, ICT Automatisering, Imtech, Sligro Food Group, TKH Group en Unit 4 Agresso.**

Gezien de structureel versterkte positie van biotech-onderneming **Crucell** werd ook de positie in dit fonds enigszins uitgebreid. Verkopen vonden plaats in die ondernemingen die relatief kwetsbaar zijn voor de gevolgen van een economische groeivertraging. Daartoe werden de belangen in **Neways, USG People en Wavin** verkleind. De relatief kleine positie in **Macintosh Retail Group** werd verkocht. Wij voorzien een moeilijke periode voor deze retailer die ketens als Kwantum, Halfords, Scapino en BelCompany exploiteert. De recente overname van schoenendetailist Brantano voegt daarenboven nog een extra risico in de vorm van een exposure naar het Britse Pond Sterling aan het business model toe. Wij handhaven vooralsnog een belang in retailer **Beter Bed Holding** op grond van de uiterst bescheiden waardering, inclusief een vorstelijk dividendrendement van circa 10%.

Bedrijfsnieuws

Koninklijke BAM Groep rapporteerde halfjaarcijfers die beduidend beter waren dan de marktconsensus. Het netto resultaat steeg met 10% tot € 131 miljoen, terwijl de omzet met eenzelfde percentage toenam tot € 4,2 miljard. De orderportefeuille ontwikkelde zich gunstig en bereikte een niveau van € 14,3 miljard (eind 2007: € 13,8 miljard). De prognose van de jaarwinst 2008 werd met € 10 miljoen verhoogd tot ten minste € 260 miljoen. Omdat BAM traditioneel circa 55% van de jaarwinst in de tweede jaarhelft realiseert, kan deze prognose gerust als conservatief worden aangemerkt. Overigens is enige terughoudendheid ten aanzien van de toekomstige winstgevendheid alleszins gerechtvaardigd. Met name de scherpe daling van de woningverkopen uit eigen ontwikkeling (op jaarbasis –30% van 5.334 naar 3.700) en de gestegen grondstofkosten (voornamelijk staal) zijn hier opvallend. Anderzijds biedt de ruime spreiding van activiteiten bescherming tegen een mogelijke groeivertraging van de economie. Daarnaast was de turnaround in Duitsland een positieve factor: waar in de eerste helft van 2007 nog een negatief resultaat van € 3,5 miljoen werd verantwoord, werd over de eerste zes maanden van het lopende jaar een winst van € 2,4 miljoen geboekt. De Duitse omzet steeg jaar-op-jaar van € 371 miljoen naar € 441 miljoen (+19%). De netto marge van slechts 0,5% geeft aan dat er nog een aanzienlijk herstellend potentieel in de Duitse markt aanwezig is. De bijdrage van baggerdeelneming Van Oord (21,5% belang) steeg van € 13,2 miljoen naar € 15 miljoen (+13,6%). Momenteel is BAM in overleg met mede-aandeelhouders (de familie Van Oord en NPM) om haar belang te verkopen. Naar verwachting zal dit overleg vóór het einde van dit jaar tot conclusies leiden. In de markt circuleren taxaties van € 375 tot € 600 miljoen over de verkoopwaarde van dit belang. Wij houden er rekening mee dat partijen niet tot overeenstemming komen, omdat vraag- en aanbodprijs wel eens te ver uit elkaar zouden kunnen liggen. Mocht er wel een transactie plaatsvinden, dan voorzien wij een scherpe koersstijging van het aandeel BAM, omdat wij er dan van uitgaan dat een deel van de verkoopopbrengst zal worden aangewend om aandeelhouders te compenseren, hetzij in de vorm van een extra dividend, hetzij in de vorm van een inkoopprogramma van eigen aandelen. Op de huidige koers van € 12,- (+20% in augustus!) noteren aandelen BAM op een koers/winst verhouding van 5,5 maal en een getaxeerd dividendrendement van 8%. De aandelen maken vanaf 1 september deel uit van de AEX-index en vallen uit dien hoofde in beginsel buiten het beleggingsuniversum van het Add Value Fund. Omdat wij onze positie hebben verworven in de fase vóór opname in de AEX-index, menen wij dat het in belang van participatiehouders is eerst tot verkoop van de positie over te gaan, zodra zich een opportuun moment (lees: bij een volwaardige waardering) aandient.

De koers van software-ontwikkelaar **Exact Holding** steeg in augustus met ruim 9% van € 18,97 naar € 20,74. Het inkoopprogramma van eigen aandelen, dat sinds eind juli loopt, kan niet los worden gezien van deze koersavance. Exact kocht in augustus in totaal ruim 700.000 eigen aandelen in tegen een gemiddelde koers van

€ 20,55. De onderneming is voornemens om in totaal 5% van de eigen aandelen in te kopen, zodat nog 520.000 stukken in de markt dienen te worden gekocht. Exact zal deze aandelen vooralsnog niet intrekken, maar eventueel inzetten bij de financiering van acquisities. De aandelen noteren thans ruim 12 maal de getaxeerde winst voor dit jaar (€ 1,70) en genereren een dividendrendement van ruim 8% bij een 100% pay out ratio.

De halfjaarcijfers van software-ontwikkelaar **Unit 4 Agresso** waren beduidend beter dan de marktconsensus. Zo kwam de omzet circa € 10 miljoen hoger uit dan verwacht op € 191,4 miljoen en werd een EBITDA gerealiseerd van € 30,9 miljoen (consensus: € 29,9 miljoen). De overname van het Britse CODA bemoeilijkt de vergelijking met de cijfers over de eerste helft van 2007. Onderliggend bleek het negatieve vertaaleffect van het Britse Pond en in mindere mate de US \$ ruimschoots te zijn gecompenseerd door beter dan verwachte onderhoudsinkomsten (+25%, waar +15% was verwacht) en een hogere omzet uit dienstverlening (+38% tegen +22% verwacht). Daarenboven was er een positief resultaat uit hoofde van een tweetal interest derivaten ter grootte van € 2,2 miljoen, waar een negatief resultaat van ruim € 2,5 miljoen was ingecalculleerd. Het management van Unit 4 Agresso is traditioneel uiterst terughoudend waar het de prognoses voor de nabije toekomst betreft. Vandaar dat wij de prognose van een toename van de EBITDA van meer dan 30% tot tenminste € 67 miljoen als een stevig statement voor een voorspoedige ontwikkeling op middellange termijn interpreteren. Met name het hoge cashflow genererende vermogen van Unit 4 Agresso is een steun in de rug van een aanstaande koersstijging van het aandeel. Bij een getaxeerde winst per aandeel van € 1,60 noteert Unit 4 Agresso momenteel slechts 9 maal de getaxeerde winst voor dit jaar.

Ook de halfjaarcijfers van technisch dienstverlener **TKH Group** overtroffen de verwachtingen van de markt met circa 10%. De stijging van de omzet beliep 31,2% tot € 504,8 miljoen, waarvan 9,7% een autonoom karakter had. Een hoog aandeel van innovaties in de omzet (22%!) droeg bij aan deze sterke autonome groei. De EBITA steeg met 68,6% tot € 44,1 miljoen. De in de tweede helft van vorig jaar verrichte acquisities droegen sterk bij aan de winststijging. Per aandeel werd een resultaat van € 0,72 (2007: € 0,51) verantwoord. Voor geheel 2008 voorziet TKH een winststijging van circa 30%. Op een koers van € 15,40 wordt minder dan 10 maal de getaxeerde winst 2008 voor de aandelen betaald. Het aandeel TKH Group kent een der sterkste winstmomentums van Euronext Amsterdam, hetgeen naar ons inzicht nog onvoldoende is verdisconteerd in de beurswaardering. Wij hanteren een koersdoel van € 19,-.

Detacheerder **Brunel International** bewees met uitstekende halfjaarcijfers eens te meer de witte raaf van de flexibele arbeidsector te zijn. De omzet groeide met 23% tot € 336,5 miljoen, terwijl de EBIT met 41% toenam tot € 31,2 miljoen. De netto winst steeg met 52% tot € 23 miljoen, alwaar de marktconsensus beneden € 20 miljoen lag. Alle sectoren presteerden naar tevredenheid, maar de Energie divisie zorgde voor de grootste verrassing met een 55% hogere EBIT van € 9,1 miljoen (2007 H1: € 5,9 miljoen) bij een 32% hogere omzet van € 178,6 miljoen (2007 H1: € 135,0 miljoen). Het blijkt dat Brunel er eindelijk in slaagt de positie van marktleider in detachering van white collar medewerkers in de internationale energiesector commercieel te vertalen in aansprekende resultaten. Daarbij dient wel in aanmerking te worden genomen dat dit succes gepaard gaat met een stijgende werkkapitaalbehoefte gezien de traditioneel lange betaaltermijnen (> 70 dagen) in de sector. Brunel is met haar sterke solvabiliteit (2008 H1: 68,4%) hier duidelijk in het voordeel ten opzichte van de Britse concurrentie die in handen is van private equity investeerders, die deze spelers hebben opgezaald met de bekende schuldenfinanciering. In het huidige tijdsgewricht, waarin de beschikking over voldoende werkkapitaalfinanciering geen vanzelfsprekendheid is, betekent dit een groot concurrentievoordeel voor Brunel. Het management verhoogde de prognose voor geheel 2008 van een EBIT van € 58 miljoen naar "meer dan € 62 miljoen". Anders dan marktvoorsers aannemen voorziet Brunel in haar segmenten geen substantiële afzwakking van de vraag in 2008 en 2009. Met name in Duitsland en in de Energie-sector ziet de onderneming nog kansen om sterk te groeien. Op een koers van € 15,80 noteert het aandeel Brunel op minder dan 8 maal de getaxeerde winst 2008.

Wij voorzien een rerating van het aandeel gedurende de komende twaalf maanden en hanteren een koersdoel van € 24,-.

Vaccinproducent **Crucell** rapporteerde solide tweede kwartaalcijfers 2008. Er was een inkomstenstijging van 51% tot € 59,6 miljoen (2007 Q2: € 39,4 miljoen). Het verlies liep terug van € 18,2 miljoen in Q2 2007 tot € 7,9 miljoen in het afgelopen kwartaal. Met name goede verkopen van Quinvaxem (vaccin tegen kinderziektes) en reïsvaccins, alsmede hogere licentie inkomsten stonden aan de basis van de resultaatsverbetering. Crucell kent een typisch seizoenspatroon, waarbij de kosten voor productie van de vaccins in de eerste drie kwartalen worden gemaakt en de uitleveringen in Q4 plaatsvinden. Crucell handhaafde de eerdere prognose voor het resultaat in geheel 2008: een inkomstentoeename van 20% bij constante valutaverhoudingen, hogere marges en een positieve cashflow. Deze prognose oogt verre van ambitieus, maar past geheel in de Crucell-traditie van "Underpromise and Overdeliver". Met name vanwege het technisch herstel van de US \$ in de laatste maanden, achten wij een beter dan verwacht resultaat over geheel 2008 alleszins haalbaar. Het aandeel Crucell heeft met een koersdepreciatie van -6% in 2008 tot nu toe een relatieve outperformance geboekt. Wij voorzien de komende 24 maanden zowel een relatieve als een absolute outperformance van Crucell, gelet op de almaar sterker wordende propositie.

Industrieel toeleverancier **Aalberts Industries** rapporteerde halfjaarcijfers die licht onder de marktconsensus lagen, maar niettemin gunstig werden ontvangen door beleggers. Van de twee activiteiten presteerde Flow Control het meest overtuigend. De omzet steeg met 5% van € 601 miljoen naar € 630,9 miljoen, terwijl de EBITA-marge verruimde van 11% tot 11,6%. De negatieve marktontwikkeling in de Verenigde Staten en Spanje alsmede de negatieve valuta-effecten (pond en dollar) werden ruimschoots gecompenseerd door een vooralsnog robuuste Engelse markt (veel onderhoudswerk) en de aanhoudend sterke expansie in Oost-Europa, alwaar de organische groei 20% bedroeg. Industrial Services bleef iets achter bij de verwachtingen met een omzet van € 282 miljoen (+10%, waarvan +2% autonoom) en een met 0,5% gekrompen EBITA-marge van 11,5%. Deze laatste teruggang was met name te wijten aan de verslechtering in de semi-conductormarkt, alwaar Industrial Services 10-15% van de omzet genereert. Inmiddels heeft Aalberts Industries de kostenbasis in dit segment aangepast aan de nieuwe marktomstandigheden. Voor geheel 2008 handhaafde Aalberts Industries de eerdere prognose van een hogere winst per aandeel. Wij hanteren een winst per aandeel van € 1,35 (2007: € 1,26), waarbij een vermoedelijk getemporeerde investeringsactiviteit de winstgroei in 2008 H2 wat zal kunnen ondersteunen. De eerder geplande investeringsuitgaven van € 100 miljoen in 2008 zouden in dit kader beperkt kunnen blijven tot "slechts" € 80 miljoen. De aandelen Aalberts Industries noteren op een koers van € 10,50 circa 7,8 maal de verwachte winst 2008 en doen een stevige discount ten opzichte van de zogenaamde peer group. Derhalve circuleren doelkoersen van € 13,- tot € 18,- in de markt. Vooralsnog ontbreken de stimulansen voor een opwaarts winstmomentum om deze realistischere koersdoelen op korte termijn te bereiken. Wij zijn echter overtuigd van de hoge kwaliteit van de AI-organisatie om op iets langere termijn een uiterst aantrekkelijke total return te realiseren.

Industrieel technologiespecialist **Imtech** wist beleggers wederom in positieve zin te verrassen met een uitstekende set halfjaarcijfers. Met name de autonome groei van 12% lag aanzienlijk boven de taxaties van analisten. De groepsomzet steeg met 16% tot € 1.761 miljoen, terwijl de EBITA met 33% toenam tot € 82,9 miljoen. Daarbij dient nog te worden bedacht dat als gevolg van valuta-invloeden (Pond Sterling) zowel de omzet (met bijna € 30 miljoen) als EBITA (€ 1,7 miljoen) werden gedrukt. De operationele marge kon verbeteren van 4,6% tot 5,1% door een combinatie van prijs- en productmix-verbeteringen, goede projectuitvoeringen en synergie uit inkoopvoordelen. Dat de vooruitzichten voor 2009 en verder eveneens uitstekend zijn, volgt uit het met 22% gestegen orderboek. Eind juni bedroeg dit € 4,34 miljard, ofwel ruim meer dan eenmaal de jaaromzet. De brede spreiding van het Imtech-productenpakket garandeert een goede bezetting van de productiefactoren en biedt aldus ruimte voor een geleidelijke verdere margeverruiming. Wij taxeren een winst per aandeel 2008 van € 1,65 en een verdere toename tot € 1,90 in 2009. De huidige beurskoers van € 17,60 herbergt

nog een behoorlijk opwaarts potentieel voordat van een volwaardige waardering kan worden gesproken. Wij menen dat dit potentieel momenteel zo'n 35-40% bedraagt, waarbij wij een koersdoel van € 24,- hanteren.

IT Services & Software specialist **Ordina** stelde teleur met de halfjaarcijfers over 2008. Nadat eerder dit jaar Robeco Direct als klant vertrok bij de Business Process Outsourcing (BPO) divisie en Ordina er niet in slaagde de Business Application Services activiteiten van Getronics te verwerven (Cap Gemini bood meer), was dit de derde tegenvaller in korte tijd. Weliswaar steeg de omzet sterker dan verwacht met autonoom 13% tot € 360,7 miljoen, de hierop gerealiseerde EBITA-marge van 7% bleef behoorlijk achter bij de consensusverwachting van 8,2%. De oorzaken van de margeverkrapping lagen in een combinatie van hogere kosten voor projectproposities, opstartkosten en lopende uitgaven bij enkele grote projecten, alsmede hogere kosten voor de inhuur van onderaannemers. Het is gebleken dat opdrachtgevers in toenemende mate grote(re), meer complexe en tijdskritische projecten aanbesteden, hetgeen het risicoprofiel van Ordina aanzienlijk heeft verhoogd. Inmiddels is intern een efficiency-verhogend programma geëntameerd, dat erin moet voorzien op jaarbasis de kosten met circa € 10 miljoen te verlagen. Ten aanzien van de verlieslatende BPO-activiteit wordt later dit jaar besloten of deze wordt voortgezet danwel dat een alternatief scenario wordt gevolgd. Al met al genoeg aanleiding voor een stevige neerwaartse koersreactie van circa 13% van € 7,70 naar € 6,70. Op basis van deze lage koers is weliswaar sprake van een uiterst bescheiden waardering van het aandeel Ordina, te weten circa 7,5 maal de getaxeerde winst 2008 van € 0,90 per aandeel, het is eveneens een gegeven dat de marktomstandigheden vanaf de tweede helft van dit jaar beduidend lastiger zullen worden. Wij handhaven de positie van Ordina vooralsnog, mede met het oog op de stijgende bijdrage van wederkerende opbrengsten die inmiddels 21% (2007 H1: 15%) van de omzet uitmaakt.

De halfjaarresultaten van **ICT Automatisering** waren tevredenstellend. De omzet steeg met 12,3% tot € 48,9 miljoen, terwijl het bedrijfsresultaat met 24,6% toenam tot € 4,8 miljoen. Hieruit volgt een verbetering van de operationele marge van 8,8% naar 9,7%. Het netto resultaat verbeterde van € 3,1 miljoen tot € 3,7 miljoen (+19%). De verbetering werd gedragen door een sterke omzetsijging in Duitsland – van € 3,5 miljoen naar € 10,1 miljoen – waarbij met name de autonome omzetgroei aanzienlijk was. Naar aanleiding van de voorspoedige ontwikkeling in Duitsland heeft ICT zijn doelstelling voor de capaciteit in deze markt verhoogd van 300 medewerkers in 2010 tot 500 per einde van dat jaar. In de divisies ICT Embedded en ICT Solutions werden omzetsdalingen van respectievelijk 7,2% en 2,6% geboekt, waarbij de resultaten naar onze taxatie redelijk op niveau bleven. Voor geheel 2008 verwacht ICT Automatisering een netto winststijging van ongeveer 20% bij een stijgende omzet. Wij gaan uit van een winst per aandeel van € 0,88 (2007: € 0,74). Op een koers van € 8,- wordt derhalve 9 maal de getaxeerde winst voor de aandelen ICT Automatisering betaald. Mocht de onderneming erin slagen de opgaande trend vast te houden, dan is een belangrijk hogere waardering op middellange termijn alleszins aannemelijk.

Electronic Manufacturing Systems aanbieder **Neways Electronics International** heeft in lijn met de op 10 juni afgegeven verwachting (€ 1,5 – 2,0 miljoen) in de eerste helft van 2008 een netto winst behaald van € 1,9 miljoen ten opzichte van € 7,8 miljoen in de eerste helft van 2007. De lagere winst was met name het gevolg van een sterk lagere orderingang vanuit de halfgeleidersector. De omzetsdaling van 35% in dit segment kon slechts gedeeltelijk worden gecompenseerd door een hogere omzet in andere marktsectoren, zoals defensie, automotive en telecom. De orderportefeuille bedroeg per ultimo juni € 68,2 miljoen, een daling van 9% ten opzichte van ultimo 2007 en van 7% ten opzichte van medio vorig jaar. Neways zal de organisatie in de tweede helft van dit jaar blijven aanpassen aan het onzekere economische klimaat en de daaraan gerelateerde ontwikkeling van de vraag in de EMS-markt. De tweede jaarhelft zal in het teken staan van het doorvoeren van verdere efficiency verbeteringen en kostenbesparingen. Het blijft voor Neways een strategische prioriteit om stap voor stap de organisatie zodanig in te richten dat de rendementontwikkeling meer stabiel wordt voor marktfluctuaties.

Daarnaast zal in lijn met de strategie het one-stop-provider concept verder worden uitgebouwd om beter te kunnen inspelen op de veranderende marktvraag. In dit kader is in juli de overname afgerond van i-Products, waarmee de ontwikkel- en engineering capaciteit van Neways verder is versterkt. Voor de tweede helft van 2008 gaat Neways uit van een tijdelijk lagere vraag, met name vanuit de halgeleidersector. Voor geheel 2008 voorziet de directie een netto winst van € 3 à 4 miljoen. Dit komt overeen met een winst per aandeel van € 0,31 à 0,41, hetgeen een daling van 75-80% betekent ten opzichte van het resultaat van 2007 van € 1,56. Omdat het perspectief voor 2009 vooralsnog ongewis is, lijkt het neerwaarts koersrisico in aandelen Neways voorlopig te prevaleren. Op de huidige koers van € 5,72 wordt thans een hoge multiple voor de aandelen betaald, zij het dat het herstelpotentieel aanzienlijk is, zodra de afzetmarkten weer stabiliseren. Neways heeft de laatste jaren fors geïnvesteerd in onder meer extra productiecapaciteit en testapparatuur, alsmede in vervanging en upgrading van oude capaciteit. De zichtbare intrinsieke waarde per aandeel bedroeg eind vorig jaar € 5,26, welk niveau in zekere zin als bodemkoers zou kunnen worden aangemerkt.

Zoals verwacht rapporteerde **Wavin**, Europees marktleider in plastic pijpsystemen, een belangrijk lager resultaat over de eerste helft van 2008 in vergelijking met de zeer sterke eerste zes maanden van vorig jaar. De omzet steeg met 1% van € 824,4 miljoen naar € 833,8 miljoen, bij een autonome omzetsdaling van 3%. Het EBITDA-resultaat kwam uit op € 91,9 miljoen, een daling van ruim 14% ten opzichte van het resultaat over de eerste zes maanden van 2007 van € 107,3 miljoen. Het netto resultaat daalde 44% van € 44,5 miljoen tot € 24,8 miljoen, per aandeel van € 0,55 naar € 0,30. Het interim dividend werd overeenkomstig verlaagd van € 0,22 naar € 0,12 per aandeel. De regio UK/Ierland (21% van de omzet) was verantwoordelijk voor de winstdaling met een 23% lagere omzet van € 175 miljoen (H1 2007: € 226 miljoen) en een 46% lagere EBITDA van € 19,9 miljoen (2007 H1: € 36,9 miljoen). Buiten deze regio werd derhalve per saldo nog een hoger resultaat behaald. Er werd een double digit omzetgroei gemeld in de segmenten Water Management (+15%), Hot & Cold (+11%) en Cable Ducting (+10%). Het in de tweede helft van 2007 geacquireerde Pilsa Plastic (Turkije en Rusland) presteerde boven verwachting. Er was een aanhoudend hoge groei in de zogenaamde Emerging Markets, welke thans een kwart van de groepsomzet uitmaken. Het management is zeer terughoudend met betrekking tot de vooruitzichten voor het restant van het jaar. Men ziet een verdere verzwakking van de bouwmarkten in West-Europa, terwijl de margedruk in de regio UK/Ierland aanzienlijk blijft. In de eerste helft van 2008 werd voor deze regio reeds een reorganisatielast van € 9,1 miljoen genomen, die tot een structurele kostendaling van € 6 miljoen moet leiden. Wij taxeren een winst per aandeel van € 0,70, hetgeen 10% beneden de marktconsensus ligt en houden rekening met enige verdere daling in 2009 tot € 0,50 - € 0,60. Ondanks het negatieve winstmomentum menen wij dat op de huidige koers van € 5,50 het negatieve sentiment grotendeels is verdisconteerd. Wij handhaven derhalve onze relatief kleine positie in Wavin en overwegen uitbreiding zodra de koers mogelijk verder onder druk komt. Een verwacht dividend van € 0,25 per aandeel geeft enige ondersteuning met een rendement van 4,5%.

Een vergelijkbare "Fallen Angel" is **Beter Bed Holding**, dat over de eerste helft van 2008 een EBIT-daling van 11% rapporteerde (van € 16,8 miljoen naar € 14,9 miljoen) bij een met 3,6% gestegen omzet van € 175,3 miljoen (2007 H1: € 169,1 miljoen). Deze omzetstijging was het gevolg van de opening van (per saldo) 24 nieuwe winkels – er werden 53 nieuwe openingen verricht en 29 outlets werden gesloten. Eind juni 2008 bedroeg het aantal winkels 984, waarvan 810 in het Matratzen Concord Europa format, de money machine van Beter Bed. Het management voorziet aanhoudend moeilijke marktomstandigheden in de tweede helft van het jaar en derhalve een (niet nader gespecificeerd) lager resultaat dan over de tweede helft van 2007 werd geboekt. Beter Bed blijft, ondanks de moeilijke marktomstandigheden, een zeer sterke cashgenererende onderneming. Nadat de onderneming in de eerste helft van 2007 reeds voor een bedrag van € 5 miljoen eigen aandelen inkocht, is in de periode december 2007 – april 2008 een tweede tranche van € 5 miljoen ingekocht. Daarnaast hanteert Beter Bed een hoge (90 – 100%) pay out. Bij de publicatie van het derde kwartaalbericht in oktober wordt het interimdividend uitgekeerd. Op een koers < € 10,- wordt bij een getaxeerde winst per aandeel van € 1,00 (2007:

€ 1,27) een dividendrendement van 9 à 10% gegenereerd. Ook voor 2009 gaan wij uit van een bescheiden winstdaling, die naar onze mening evenwel niet hoeft te leiden tot een verdere koersdaling. Wij handhaven een relatief kleine positie in Beter Bed en overwegen uitbreiding in het geval van een verdere koersdaling.

Handelshuis **Acom** (Amsterdam Commodities) behaalde over de eerste zes maanden van 2008 een netto winst van € 3,3 miljoen, hetgeen fractioneel hoger was dan in dezelfde periode van 2007. Catz International (specerijen, noten, zuidvruchten) zag de omzet met 25% stijgen tot € 79 miljoen (2007 H1: € 63 miljoen) en behaalde een winst voor belasting van € 4,4 miljoen tegen € 4,7 miljoen in 2007 H1, een teruggang van 6,4%. Deze resultaten werden behaald bij een actieve handel, hoge prijzen en een zwakke US \$. TEFCO Food Ingredients (ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie) bleef verder groeien. De omzet kwam uit op € 5,7 miljoen (2007 H1: € 5,0 miljoen) en de winst voor belasting bedroeg € 590.000,- (2007 H1: € 380.000,-). Er was grote vraag naar de producten en diensten van TEFCO. Als gevolg van krapte op de markt voor diverse basisingrediënten bleven de prijzen hoog. De niet geconsolideerde 42,5% deelneming RCMA Commodities Asia, actief in natuurrubber en latex, was in de eerste helft van 2008 licht winstgevend met een aandeel in de winst van € 275.000,- tegen een verlies van € 143.000,- in 2007 H1. De rubberprijzen bleven onder invloed van de olieprijs op recordniveaus. De snelle en hevige prijsbewegingen maanden de handelaren tot grote voorzichtigheid in de dagelijkse handel. De onderneming onthoudt zich traditioneel van een concrete prognose ten aanzien van het jaarresultaat 2008. Wij gaan uit van een 5-10% hoger resultaat van circa € 9,5 miljoen (2007: € 8,8 miljoen). Per aandeel komt dit overeen met € 0,58 (2007: € 0,53) waaruit een onveranderd dividend van € 0,40 kan worden betaald. Op een recente koers van € 4,20 bedraagt de multiple van het aandeel Acom daarmee een bescheiden 7,2 maal en komt het dividendrendement op een aantrekkelijke 9,5%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 september 2008 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
Nedap	7,6%
BAM Groep	6,2%
Exact Holding	6,1%
Unit 4 Agresso	6,0%
TKH Group	5,8%
Brunel International	5,7%
Crucell	5,7%
Aalberts Industries	5,4%
Draka Holding	5,2%
Imtech	5,1%
Overige 14 ondernemingen	37,4%
Liquiditeiten en overige	3,8%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De eerste anderhalve week van september kenmerkte zich door volatiele koersbewegingen. De nationalisatie van Fannie Mae en Freddie Mac zorgde kortstondig voor een opleving. Al gauw kregen de zorgen rond het economische klimaat weer de overhand en moest het gewonnen terrein worden prijsgegeven. De intrinsieke

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

waarde van de portefeuille werd op 1 september met € 2,25 verhoogd door een bieding van € 12,25 van Adecco op detacheerder DNC De Nederlanden Compagnie. DNC was voor de bieding de elfde grootste holding in portefeuille. De biedingsprijs impliceerde een premie van 52% boven de laatste beurskoers van € 8,05. Omdat ruim 80% van de aandeelhouders DNC hebben ingestemd met deze bieding, is het aannemelijk dat deze gestand zal worden gedaan.

Inclusief het feitelijk uit liquiditeiten bestaande belang in PEHAC en de binnen twee maanden te ontvangen opbrengst van DNC bedraagt de liquide component in de portefeuille thans 19%. Wij houden rekening met een verder neerwaarts marktrisico in de komende maanden en zijn voornemens deze liquide positie dan aan te wenden om op aantrekkelijke koersniveaus nieuwe selectieve posities te verwerven en bestaande belangen mogelijk te vergroten.

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

Met vriendelijke groet,

W.F. Burgers

K.J. Vogel

10 september 2008