

MAANDBERICHT OVER SEPTEMBER 2007

Inleiding

De verslagmaand bracht een vervolg op de correctie die eind juli van start ging. Een toenemende verkoopdruk van met name buitenlandse beleggers zorgde voor een zwak marktbeeld in Nederlandse small- en midcaps. De afgelopen twee maanden moest per saldo circa de helft van de koersstijging van de eerste zes maanden worden prijsgegeven.

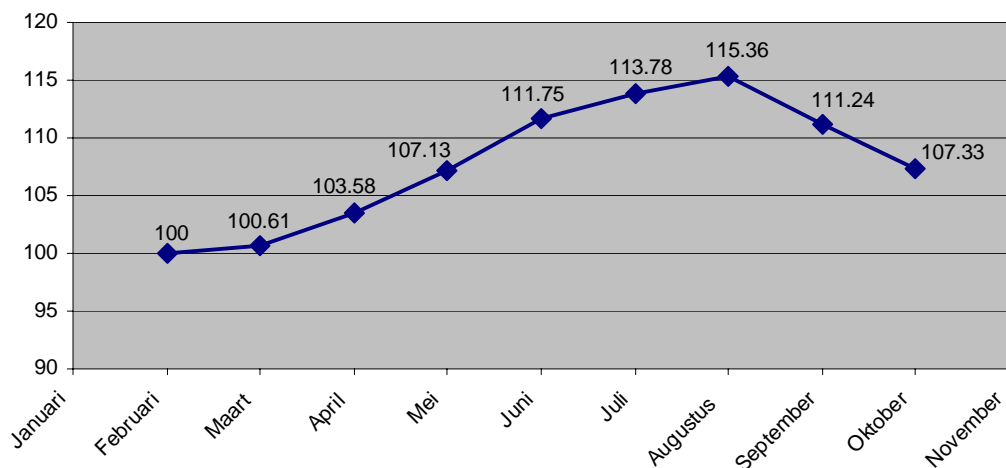
Ultimo augustus was voor een bedrag van bijna €43 miljoen belegd in 24 ondernemingen. Per 1 oktober 2007 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen ruim €44,5 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum ruim 96% van het vermogen is belegd.

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

Intrinsieke waarde per participatie per 1 oktober 2007	€ 107,33
Fondsvermogen per 1 oktober 2007	€ 44.645.027
Aantal uitstaande participaties per 1 oktober 2007	415.955

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

Jaar	Februari	Maart	April	Mei	Juni	Juli	Augustus	September	Cumulatief
2007	0,61%	2,95%	3,43%	4,31%	1,82%	1,39%	-3,57%	-3,51%	7,33%



Ontwikkelingen in de portefeuille

Wij voerden in de verslagmaand een terughoudend beleid, dit vanuit de overtuiging dat de koerscorrectie van veel ondernemingen uit onze portefeuille zal worden gevolgd door een periode van consolidatie op een lager niveau. Dientengevolge brachten wij slechts een gering aantal wijzigingen in de portefeuille aan. Op lagere niveaus

vergrootten wij de posities in USG People en Wavin, twee ondernemingen die naar onze mening relatief (te) zwaar werden getroffen in de correctie.

Kleinere uitbreidingen vonden plaats in BAM Groep, Crucell, ICT, LBI en Telegraaf Media Groep. BAM Groep verhoogde wederom de prognose van de jaarwinst 2007 nadat de verkoop van de Amerikaanse dochter Flatiron aan Hochtief werd afgerond. BAM verkoopt Flatiron voor een bedrag van € 172 miljoen en realiseert op de verkoop een boekwinst van ongeveer € 70 miljoen. Deze verkoop past in de Strategische Agenda 2007-2009 zoals BAM die eind 2006 bekend heeft gemaakt. Een van de beleidslijnen hierin is versterking van de Europese basis van de groep, zoals blijkt uit de overname van onder meer de Belgische projectontwikkelaar Kairos en de Belgische infrabouwer Betonac (jaaromzet € 100 miljoen met goed resultaat). Rekening houdend met de verkoop van de Amerikaanse dochtermaatschappij verwacht BAM over 2007 een omzet te behalen van ruim € 9 miljard en een nettowinst van ten minste € 296 miljoen (was eerder ten minste € 230 miljoen). In deze nettowinst is bovengenoemde boekwinst van circa € 70 miljoen en de operationele winst van Flatiron tot en met het derde kwartaal 2007 begrepen. Dit impliceert dat in BAM's prognose de gedeerde winstbijdrage van Flatiron in het vierde kwartaal van 2007 van € 4 miljoen in mindering is gebracht op de boekwinst van € 70 miljoen. Indien BAM haar in de Strategische Agenda geformuleerde winstdoelstelling (marge 4% op jaaromzet € 10 miljard) voor 2009 realiseert, wordt over dat jaar een winst per aandeel van € 2,20 - 2,30 behaald. De huidige koers van € 18,70 achten wij al met al een flauwe afspiegeling van het winstpotentieel van de stevig groeiende Bunnikse bouwgroep.

Wavin, marktleider in Europa op het gebied van kunststof buis- en leidingsystemen, meldde begin september de resultaten over het eerste halfjaar van 2007. De omzet nam met 12,3% toe van € 734,3 miljoen naar € 824,4 miljoen, waarbij de autonome stijging een sterke 11,9% bedroeg. CEO Philip Houben maakt melding van een bevredigende gang van zaken na een uitzonderlijk positieve start van het jaar. Deze sterke start was mede mogelijk door de zachte Europese winter. Al met al was er een significante groei van de omzet en een verdere stijging van de Ebitda-marge tot 13% van 12,2% in de eerste helft van 2006. Beide business units- Building & Installation en Civils & Infrastructure - en alle regio's droegen bij aan de groei. Vooral de regio Centraal en Oost Europa presteerde sterk met een omzetstijging van 35%. De omzet uit Water Management toepassingen (systemen voor afvoer en opslag van regen- en stormwater) nam met ruim 20% toe tot € 81 miljoen (2006: € 67,4 miljoen), bijna 10% van de groepsomzet. Deze groei is het gevolg van een toenemende aandacht voor het onderwerp waterbeheer. Wavin biedt een volledige range van systemen en oplossingen voor Water Management en heeft daarmee een goede uitgangspositie in deze belangrijke groeiemarkt. Wavin handhaafde haar eerdere prognose voor geheel 2007. De groei van de omzet voor het jaar 2007 zal naar verwachting dicht bij de onderkant van de eerder afgegeven bandbreedte van 10-13% uitkomen, omdat de markten in de tweede helft van het jaar waarschijnlijk minder zullen groeien. De Ebitda-marge zal licht boven die van vorig jaar uitkomen (2006: 13,1%). Voor geheel 2007 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,20 waarmee de aandelen op een koers van € 12,50 een bescheiden waardering doen. De aandelenkoers van Wavin lag gedurende de verslagmaand onder druk en viel de laatste handelsdagen verder terug nadat de Finse collega Uponor de omzetprognose voor 2007 naar beneden bijstelde van +10% naar +6%. Echter, Uponor's sales mix verschilt aanmerkelijk van die van Wavin door een duidelijk accent op de Verenigde Staten. Wavin's sterke positie in Centraal en Oost Europa vormt daarnaast een duidelijk pluspunt.

Unit 4 Agresso breidt uit naar Afrika en het Midden-Oosten door een samenwerking aan te gaan met AH Consulting. Dit is een vooraanstaande pan-Afrikaanse business & IT-consulting organisatie met hoofdvestiging in Kampala, Oeganda. AH Consulting zal een Afrikaans Agresso Competence Centre implementeren. Hoewel Unit 4 Agresso al diensten levert aan belangrijke klanten in landen als Ethiopië, Equatoriaal-Guinee en Zuid-Afrika, realiseert het management zich dat het behalen van succes in de gehele Afrikaanse regio lokale aanwezigheid, deskundigheid en capaciteit vereist. AH Consulting biedt dit door zijn netwerk van lokale kantoren in zowel Afrika

als het Midden-Oosten, zijn toegang tot duizenden gekwalificeerde en deskundige bronnen en zijn sterke contacten met beïnvloeders uit het zakenleven en de overheid, alsmede ontwikkelingspartners. Unit 4 Agresso verantwoordt tot op heden geen apart Afrikaans omzetaandeel in haar jaarrekening. Wij menen dat dit voorsnog beperkt blijft tot ten hoogste 2% van de groepsomzet, ofwel €5 miljoen. Voor 2007 voorzien wij een winst per aandeel van € 1,25 voor Unit 4 Agresso. Wij hebben in de verslagmaand enigermate winst genomen op de grote positie in de software-ontwikkelaar, mede in het licht van de uitstekende relatieve koersperformance.

Om dezelfde reden namen wij deels winst op de positie in Exact Holding. De Delftse software-ontwikkelaar meldde de overname van Longview Solutions te Toronto, Canada. Met deze overname schuift Exact op naar het bovenste deel van de mid-market voor ERP-oplossingen. Over het fiscale jaar 2007 (1 juli 2006 - 30 juni 2007) rapporteerde Longview een omzet van \$ 29 miljoen en een Ebitda-marge van 22,5%. Exact betaalt \$ 51,5 miljoen voor de overname, welke direct aan de winst per aandeel zal bijdragen, zij het in beperkte mate in het lopende boekjaar. Wij taxeren een winst per aandeel van € 1,65 voor Exact in 2007, waarmee de multiple op een koers van €29,30 ruim 17 bedraagt. Exact keert daarnaast, naar verwachting, de volledige jaarwinst uit, hetgeen voor volgend jaar een dividendrendement van 5,6% impliceert.

Detacheerder DNC De Nederlanden Compagnie neemt de in Leusden gevestigde dienstverlener TTP Groep over. TTP richt zich op het werven, opleiden en detacheren van personeel in de expertisegebieden van ICT Service en Beheer, Systeemontwikkeling, Documentaire Informatievoorziening & Informatiemanagement en Inkoop & Facilitymanagement. Over 2006 werden door TTP gemiddeld circa 200 professionals bij opdrachtgevers ingezet, waarbij een omzet werd gerealiseerd van circa € 11,7 miljoen en een winst na belastingen van € 2,2 miljoen. TTP is een mooie aanvulling op het bestaande dienstenpakket binnen het ICT cluster. De binnen TTP opgebouwde know-how ter zake van het werven en opleiden van trainees zal worden verbreed naar de overige activiteiten van DNC. De overname van TTP leidt ertoe dat DNC de verwachte nettowinst over het boekjaar 2007 verhoogt van € 3,5 miljoen naar € 4,1 miljoen. De initiële koopprijs is voldaan in contanten. De huidige directie van TTP heeft zich voor de komende jaren verbonden aan de organisatie, teneinde de verdere uitbouw van TTP binnen DNC vorm te geven. De overname van TTP maakt onderdeel uit van de groeistrategie van DNC, waarbij nadrukkelijk vervolgacquisities worden nagestreefd. Hiertoe zal het voor DNC noodzakelijk zijn om op termijn versterking van het eigen vermogen te realiseren. Op basis van de nieuwe winstprognose bedraagt de winst per aandeel 2007 ruim € 0,90. Bij de huidige beurskoers van € 11,40 bedraagt de multiple 12,7.

Er werden twee nieuwe namen aan de portefeuille toegevoegd. Macintosh Retail Group werd wederom geselecteerd, nadat de koers in een vrije val was geraakt. Wij verkochten de positie in mei op een gemiddelde koers van € 34,-. Vier maanden later kunnen wij deze positie € 10,- lager, ofwel 30% goedkoper, terugkopen. De halfjaarcijfers van Macintosh vielen beleggers enigszins tegen; wanneer in de tweede helft van dit jaar geen acquisities worden gedaan, zal de groei van de winst per aandeel vermoedelijk 'single digit' blijven. Op de inmiddels bereikte koers wordt echter minder dan 10 maal de verwachte winst voor aandelen Macintosh betaald en bedraagt het dividendrendement 3,5%.

Daarnaast werd een klein belang in TKH Group genomen. De koers van TKH kwam onder druk te liggen nadat de halfjaarcijfers een operationele winststijging van 'slechts' 10% lieten zien. De marktconsensus lag hier beduidend boven. Analyse wees uit dat hoge incidentele kosten in het tweede kwartaal, samenhangend met het grote aandeel innovaties, leidde tot een belangrijk lagere winst in de Machinegroep (-42%). De sterke winststijging in de beide andere groepen, Kabelgroep (+27,7%) en Technische Handelsgroep (+17,6%) werd hierdoor deels geneutraliseerd. Voor geheel 2007 handhaafde TKH evenwel de eerdere prognose van een stijging van de nettowinst van 15 tot 20%. Dit is deels te verklaren uit de acquisitie van de CAE Groupe te Longjumeau, Frankrijk, per eind juli. CAE is actief met ICT- en elektrotechnische oplossingen in de TKH-segmenten Building en Industrial Solutions. In 2006 behaalde CAE een omzet van € 122,1 miljoen met een genormaliseerd resultaat (Ebit) van

€ 12 miljoen. De overname werd gedeeltelijk gefinancierd met de uitgifte van 400.000 nieuwe aandelen (vergroting aandelenkapitaal +1,14%), welke werden geplaatst bij het management en de overige voormalige aandeelhouders van CAE Groupe. TKH bevestigde dat de overname vanaf de tweede helft van dit jaar een positief effect zal hebben op de winst per aandeel. Bij een getaxeerde winst van € 1,20 per aandeel (2006: € 1,06) bedraagt de multiple 14,6 en, bij een 50% pay out, komt het dividendrendement op 3,5%. Voor 2008 mag een verdere behoorlijke winststijging van circa 20% worden tegemoet gezien, mede vanwege het herstel bij de Machinegroep en de volledige jaarbijdrage van CAE Groupe.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Nedap	7,8%
Aalberts Industries	7,5%
Unit 4 Agresso	6,7%
Exact Holding	6,6%
De Nederlanden Compagnie	5,9%
Kendrion	5,6%
USG People	5,1%
Neways Electronics	4,9%
BAM Groep	4,6%
Wavin	4,3%
Overige 14 ondernemingen	36,7%
Liquiditeiten en overige	4,3%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Nederlandse small- en midcaps hebben de afgelopen 2,5 maand over vrijwel de gehele linie een forse koerscorrectie ondergaan. Momenteel lijkt de markt op de bereikte lagere niveau's uit te bodemen. Op fundamentele gronden achten wij de correctie op korte termijn te ver doorgeschoten. Het winstmomentum voor 2008 en 2009 is onzes inziens niet wezenlijk gewijzigd in vergelijking met de situatie jongstleden juli, hoewel de vooruitzichten op handhaving van een voldoende economische groei met meer onzekerheden zijn omgeven, een en ander als gevolg van de kredietcrisis. Daarnaast geeft de lagere dollarkoers een winstdrukkend effect bij die ondernemingen met (in)directe afzet in dollargerelateerde gebieden. In onze portefeuille is deze dollar-exposure overigens zeer beperkt.

Tenslotte kan worden geconstateerd dat de correctie in small- en midcaps aanzienlijk forser is geweest dan in de AEX-fondsen. Dit is verklaarbaar uit het feit dat de performance van small- en midcaps in voorgaande jaren superieur is geweest aan die van de large caps. Het potentieel tot winstnemen was dienovereenkomstig aanzienlijk groter. Amerikaanse beleggers konden over de achterliggende twaalf maanden bovendien een extra valutawinst van ruim 10% op hun Nederlandse aandelenbeleggingen incasseren. Van deze zijde hebben wij de laatste maanden dan ook het nodige aanbod gezien.

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Voor het laatste kwartaal van dit jaar gaan wij uit van een geleidelijk technisch herstel van het small- en midcap segment. Onze portefeuille is goed gepositioneerd om hier bovengemiddeld van te profiteren.

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

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

3 oktober 2007