

MAANDBERICHT OVER JULI 2008

Inleiding

De flauwe beursstemming van juni zette door in de verslagmaand. Met name in de eerste helft van juli daalden de koersen over een breed front. Nadien trad per saldo weliswaar een herstel in, maar de koersvolatiliteit bleef onveranderd hoog. Per saldo daalde de intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund met 5,3% van € 80,49 naar € 76,26.

Per 31 juli 2008 was voor een bedrag van € 35,4 miljoen belegd in 25 ondernemingen. Per 1 augustus 2008 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 36,7 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 96,6% van het vermogen is belegd.

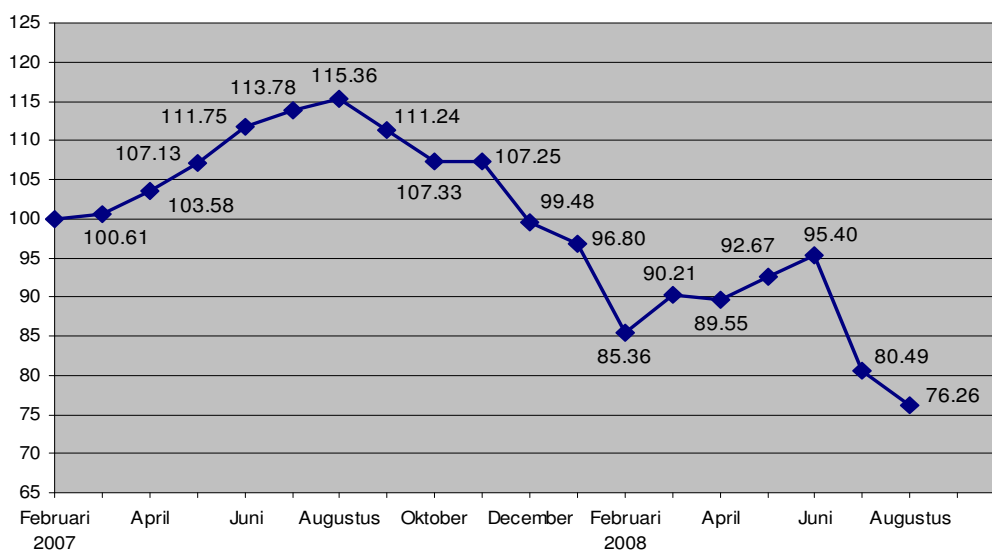
De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie per 1 augustus 2008	€ 76,26
Fondsvermogen per 1 augustus 2008	€ 36.732.509
Aantal uitstaande participaties per 1 augustus 2008	481.540

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						-21,22	-23,74

Intrinsieke Waarde



Mutaties in de portefeuille

De voornaamste mutatie in juli was de verkoop van 40% van het belang in **USG People**. Ofschoon de gepubliceerde halfjaarcijfers nagenoeg in lijn met de marktconsensus bleken te zijn, was de geuite prognose ten aanzien van de winstverwachtingen voor ons aanleiding tot verkleining van de positie. USG People voorziet op basis van de huidige inzichten dat de staffingmarkt de komende 2 tot 2,5 jaar geen herstel zal vertonen, hetgeen het perspectief op een aantrekkelijke beleggingsopbrengst naar onze mening doet verminderen. Wij menen dat de specialistische detacheerders **Brunel International** en **DNC De Nederlanden Compagnie** op de huidige waarderingen betere beleggingskansen bieden dan USG People.

Het belang in DNC De Nederlanden Compagnie breidden wij enigszins uit, nadat de onderneming de prognose voor de jaarwinst 2008 opnieuw verhoogde.

Het belang in **TKH Group** werd enigszins verkleind ten faveure van een uitbreiding van de positie in **BAM Groep**. De koers van laatstgenoemd aandeel kwam wederom onder zware druk te liggen vanwege computergestuurde verkoopprogramma's. Op een gemiddeld zeer aantrekkelijk koersniveau breidden wij het belang zodanig uit dat BAM Groep thans de derde positie in de portefeuille inneemt. Wij hebben het volste vertrouwen in het door BAM gevoerde beleid, de onderneming lijkt goeddeels verschoond te kunnen blijven van de gevolgen van de moeilijke marktomstandigheden in de bouwindustrie. BAM bekleedt een aantal sterke posities in niche-markten en heeft slechts een geringe exposure naar de kwetsbare woningbouwmarkt. Onze Sum-Of-The-Parts analyse wijst op een fair value van tenminste € 21,- per aandeel. De huidige beurskoers van € 10,- vertegenwoordigt naar onze mening een overdreven grote discount.

Aan de koopzijde werden voorts de posities in **Beter Bed Holding**, **Exact Holding**, **HES Beheer**, **ICT Automatisering**, **Unit 4 Agresso** en **Wavin** in bescheiden mate vergroot. Verkopen op kleine schaal vonden plaats in **LBI International**, **Nedap** en **Neways International**.

Bedrijfsnieuws

De halfjaarcijfers van de N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** bleken onderliggend van prima kwaliteit te zijn. De klantgroep Verkiezingssystemen drukte een duidelijk stempel op de opbrengsten en het resultaat over de eerste zes maanden van 2008. De opbrengsten in deze klantgroep vielen in de verslagperiode nagenoeg weg (2007 1e helft: € 3,7 miljoen). Daarnaast zijn, zoals reeds eerder aangegeven, de geactiveerde ontwikkelingskosten voor de Amerikaanse stemmachine ten bedrage van € 1,5 miljoen na belastingen, direct van het resultaat afgeboekt. Zonder deze eenmalige last zou de winst, ondanks de lagere opbrengsten, met 19% zijn gestegen. Een betere salesmix lag aan deze ontwikkeling ten grondslag. Met name de opbrengsten van de klantgroepen Agri (automatisering, beheer- en informatiesystemen voor de melkvee- en varkenshouderij) en AVI (Automatische Voertuig Identificatie) lieten een forse groei zien. De belangrijke klantgroepen Retail Support en Security Management presteerden respectievelijk iets minder en iets beter dan de vergelijkbare periode in 2007. Retail Support werd geconfronteerd met het opschuiven van enkele projecten door minder gunstige marktomstandigheden in enkele Europese landen. Per saldo menen wij dat de resultaten van Nedap hebben aangetoond dat de onderneming door de ruime spreiding van activiteiten in staat is ook goede resultaten te kunnen overleggen in een fase van economisch afnemende groei. Op de huidige koers van € 26,- wordt circa 13 maal de getaxeerde winst betaald voor de aandelen Nedap en bedraagt het dividendrendement, bij een traditionele pay-out van 90%, een aantrekkelijke 6,9%.

Software-ontwikkelaar **Exact Holding** publiceerde halfjaarcijfers die enigszins achterbleven bij de marktconsensus, maar bij nadere bestudering per saldo toch tot een opwaartse bijstelling van de aanbevelingen leidden. Deze tegenstrijdige gevolgtrekkingen hebben alles van doen met de zwakke performance van de aandelen na het afketsen van de overname van Exact door private equity partijen in maart van dit jaar. Destijds circuleerde een exit-prijs van € 28,- in de markt, maar toen bleek dat partijen niet tot overeenstemming kwamen, belandde de koers in een vrije val. Op 14 juli bereikte de koers een laagste stand van € 15,22, ofwel 45% onder

de beoogde biedingsprijs. Op deze bodemkoers is het aandeel Exact in alle opzichten als goedkoop te kwalificeren, ook wanneer de terughoudende commentaren naar aanleiding van de halfjaarcijfers in de beschouwing worden betrokken. De groepsomzet steeg in het eerste halfjaar met 7,3% tot € 130,1 miljoen (H1 2007: € 121,3 miljoen), ondanks een negatief wisselkoerseffect van € 5,5 miljoen. Bij constante wisselkoersen zou de omzet met 11,8% zijn toegenomen, waarbij de organische omzetgroei 3% bedroeg. Het netto resultaat daalde met 7,9% naar € 17,1 miljoen (H1 2007: € 18,5 miljoen). Het gehele halfjaarresultaat wordt als interim-dividend uitgekeerd, hetgeen overeenkomt met € 0,69 per aandeel (H1 2007: € 0,76). Als gevolg van het aanhoudende onzekere economische klimaat verlaagde Exact de vooruitzichten voor de organische licentiegroei van 7-9% naar 5-7% onder handhaving van de EBITDA-marge van 24% voor de resultaten over geheel 2008. Deze marge is exclusief acquisities en exclusief het effect van wisselkoersen en onder voorbehoud van (geen) belangrijke wijzigingen van het economisch klimaat. Wanneer de valuta-invloeden, de bijdrage van het november vorig jaar geacquireerde Longview, alsmede een eenmalige last van € 0,6 miljoen uit hoofde van kosten verbonden aan de mislukte onderhandelingen met private equity partijen buiten beschouwing worden gelaten, bedroeg de EBITDA-marge in de eerste helft van het jaar 22,0% (H1 2007: 21,9%). Dit impliceert een aanzienlijke margeverruiming in de tweede helft van 2008, wil het management erin slagen de doelstelling van 24% te realiseren. Het feit dat Exact vol vertrouwen de nabije toekomst beziet, blijkt uit het voornemen om een inkoopprogramma voor maximaal 5% van de eigen aandelen te starten. Deze aankondiging leidde in één week tot een koersherstel van € 16,- naar ruim € 19,-. Ook op deze hogere koers is het aandeel onzes inziens een sterke defensieve belegging. Wij gaan ervan dat de winst per aandeel over geheel 2008 die van 2007 ten minste moet kunnen evenaren (= € 1,59). Op de huidige koers van € 19,- bedraagt de multiple aldus 12 maal en komt het dividendrendement, bij 100% pay out, op 8,4%. De ingekochte aandelen worden vooralsnog niet ingetrokken, hetgeen erop duidt dat Exact dit pakket kan inzetten ter financiering van een mogelijke acquisitie. Andere aantrekkelijke kenmerken van het aandeel zijn: de hoge stabiele opbrengsten van de onderhoudsportefeuille (circa 50% van de jaaronzet), de komende winstversnelling van Longview (Longview rapporteerde een record-orderportefeuille met hogere marges die vanaf de tweede helft van dit jaar en in 2009 de winst gaat stuwen) alsmede de schuldenvrije balans (ultimo juni 2008 bedroeg de vrije kaspositie € 68,3 miljoen). Gezien deze sterke defensieve kwaliteit blijft het aandeel Exact Holding bovenin de portefeuille van het Add Value Fund gepositioneerd.

Detacheerder **DNC De Nederlanden Compagnie** wist de goede gang van zaken uit het eerste kwartaal van 2008 een vervolg te geven met een sterk resultaat over het tweede kwartaal. De omzet nam in de periode april t/m juni met 43% toe van € 15,6 miljoen tot € 22,3 miljoen. De autonome omzettoename bedroeg 13%. De brutomarge als percentage van de omzet steeg van 24,6% naar 30,1%. Het netto resultaat kwam uit op € 1,7 miljoen tegen € 0,7 miljoen in Q2 2007. De halfjaarwinst steeg van € 1,3 miljoen naar € 3,5 miljoen, ofwel per aandeel van € 0,30 naar € 0,77. Bij een ongewijzigde situatie op de financiële markt, acht DNC de kans op het verantwoord verrichten van vervolgacquisities, met als doel om naast de autonome groei additioneel door te groeien naar een beoogde omzetdoelstelling van € 100 miljoen in 2008, niet groot. Daarom gaat DNC niet langer uit van het scenario om dit jaar te groeien door middel van (door uitgifte van nieuwe aandelen gefinancierde) acquisities. Desalniettemin handhaaft DNC de eerder afgegeven winstprognose van nagenoeg € 8 miljoen. Omdat deze winst over een kleiner aantal uitgegeven aandelen wordt omgeslagen, wordt de geprognosticeerde winst per aandeel impliciet verhoogd van € 1,60 naar € 1,70 (+6,3%). Bij de € 1,70 past de aantekening dat per 1 augustus het aantal geplaatste aandelen met 60.000 is verhoogd als gevolg van het uitkeren van een pakket aandelen uit hoofde van een earn-out regeling. De koers van het illiquide aandeel DNC is de laatste maanden meegezogen in de neerwaartse spiraal van de zwakke beursstemming. Het aandeel noteert thans € 8,20, ofwel 4,8 maal de getaxeerde winst voor dit jaar. Als uitsluitend binnenlandse speler in het bovenste segment van de detacheringmarkt achten wij DNC in staat, ondanks de afnemende economische groei, de winst ook in 2009 en

2010, licht te laten stijgen. Tegen deze achtergrond achten wij het aandeel DNC op de huidige koers een uiterst aantrekkelijke belegging.

Automatiseerder Cap Gemini meldde de overname van de business application divisie van Getronics voor een bedrag van € 300 miljoen, bestaande uit € 255 miljoen eigen vermogen en circa € 50 miljoen schuld. Met deze aankoop heroverft Cap Gemini de topospositie in de Nederlandse markt voor ICT-dienstverlening met een marktaandeel van 13%, waar opponent **Ordina** blijft steken op 9%. De voordelen van de overname zijn evident, met name het zekerstellen van zogenaamde Tier-1 contracten. Echter, de prijs die Cap Gemini voor de overname heeft betaald, wordt algemeen als 'zeer stevig' beoordeeld. Ordina, dat ook in de race was voor deze acquisitie, noteert momenteel op ongeveer de helft van de waarde die Cap Gemini toekent aan de BAS-divisie van Getronics. Daarnaast verdient de balans van Ordina het predikaat ijzersterk, met een lange schuld van slechts € 37 miljoen bij een verwacht bedrijfsresultaat van ruim € 80 miljoen over 2008. Wij voorzien dan ook dat Ordina de pay-out ratio aanzienlijk zal verhogen van de huidige 17% naar 40 tot 50% bij ontstentenis van gekwalificeerde acquisitiekandidaten. Op een koers van € 7,70 promoveert dit Ordina tot een fraaie defensieve belegging met een getaxeerd dividendrendement van 6,5 à 8,0%.

Met een koerswinst van 3% was vaccinproducent **Crucell** één der best presterende aandelen in de portefeuille van het Add Value Fund in juli. Biotechnologie-aandelen zijn gedurende ruim anderhalf jaar uit de gratie van het beleggend publiek geweest. Zo daalde de beurskoers van Crucell in 2007 met ruim 41% ofschoon de onderneming haar omzet- en winstprognoses zonder probleem inlost. Inmiddels lijkt het sentiment rond 'biotech' te verbeteren. Op de veel lagere waarderingen lijkt de sector te worden herontdekt, waarbij recent een aantal overnames de fantasie extra prikkelen. Zo werd de Britse onderneming Acambis, evenals Crucell actief als vaccinproducent, overgenomen door Sanofi Aventis voor een bedrag van circa € 350 miljoen, 190 pence per aandeel, hetgeen een premie van 64% boven de laatste beurskoers impliceerde. Ongeveer tezelfdertijd deed Roche een bieding van \$ 44 miljard op Genentech en trachtte Bristol-Myers Squibb met een bieding van \$ 4,5 miljard biotechnologie producent ImClone Systems over te nemen. Crucell-partner Sanofi Pasteur meldde tenslotte een stijging van de omzet van influenzavaccins (die het in samenwerking met Crucell ontwikkelt!) van ruim 78% in het zojuist afgesloten tweede kwartaal. Nu Crucell afstevent op een winstgevende exploitatie – wij verwachten dat deze mijlpaal over twee jaar wordt bereikt – is een herwaardering van het aandeel onzes inziens een kwestie van tijd. Tot dusver voegde de koers van Crucell nog eens 5% toe op een meest recente koers van € 11,-. Crucell staat in de top-10 van grootste beleggingen van het Add Value Fund.

Dat in het huidige zwakke beursklimaat de publicatie van (halfjaar)cijfers die conform de marktconsensus blijken te zijn al tot een koerscorrectie kan leiden, bewees het halfjaarbericht van **Sligro Food Group**. In de paragraaf 'Vooruitzichten' meldde de directie dat "de economische omstandigheden ertoe zullen leiden dat de groei in onze afzetmarkten wat minder robuust zal zijn dan in de eerste helft van 2008." Deze zinsnede leidde tot een koerscorrectie van bijna 15% van € 24,50 naar € 21,-. De toevoeging: "Door hun aard zijn de marktsegmenten waarbinnen wij actief zijn echter relatief weinig conjunctuurgevoelig en wij verwachten daarom maar een beperkte afname van de groei", kon de toegenomen risicoperceptie bij beleggers kennelijk onvoldoende nuanceren. De omzet van Sligro steeg in de eerste helft van 2008 met 12,3% van € 960 miljoen tot € 1.078 miljoen, waarbij de autonome groei een sterke 8,3% bedroeg. Conform de verwachting was het bedrijfsresultaat van Food Retail positief met € 2,1 miljoen, nadat er in het tweede halfjaar van 2007 nog sprake was geweest van een marginaal negatief bedrijfsresultaat. Het bedrijfsresultaat was wel lager dan in de eerste helft van 2007 (€ 5,1 miljoen). Sinds die periode zijn veel relatief kleine vestigingen aan het bestand toegevoegd en is de winstgevende omzet naar de formules MeerMarkt en Attent ondernemers overgedragen aan Spar Holding, waartegenover Sligro een aandeel in het resultaat in deze 50%-deelneming ontvangt. De resultaatverbetering ten opzichte van het tweede halfjaar 2007 is het gevolg van lagere incidentele lasten van de ombouw van de geacquireerde EDAH-winkels en een

verbetering van de operationele gang van zaken. Binnen Foodservice beliep de autonome omzetgroei 9,2% (Q2: 8,0%). Deze groei was het gevolg van het verkrijgen van nieuwe afnemers, hogere bestedingen door bestaande afnemers en uitbreiding van het vestigingennetwerk. Het bedrijfsresultaat van Foodservice steeg met 15,6% van € 32,6 miljoen naar € 37,7 miljoen. Dit was het gevolg van de krachtige omzetontwikkeling en de positieve gevolgen van de verbeterde logistieke infrastructuur. Voor de Groep als geheel nam het bedrijfsresultaat met € 1,8 miljoen toe tot € 41,0 miljoen (+4,6%). Het aandeel in het resultaat van geassocieerde deelnemingen nam met € 1,9 miljoen toe tot € 2,2 miljoen, met name als gevolg van de bijdrage van deelneming Spar Holding. Voor de toekomst spreekt de directie de verwachting uit dat het rendement op Food Retail verder zal kunnen stijgen; er is nog veel verbeterpotentieel. Daarbij komt dat het overgrote deel van de noodzakelijke investeringen ten behoeve van de ombouwoperatie inmiddels zijn gedaan. Een en ander zal leiden tot een forse stijging van de cashflow. Ten aanzien van de Foodservice activiteiten wordt enige afvlakking van de groei voorzien, maar gaat de directie nochtans van enige verbetering van het bedrijfsresultaat uit. Concluderend menen wij dat Sligro Food Group een zeer solide defensieve belegging is, die op de huidige koers van € 21,- op circa 11 maal de getaxeerde winst 2008 niet overdreven hoog wordt gewaardeerd.

De koers van kabelproducent **Draka Holding** presteerde met een stijging van 2,2% relatief goed in juli. Dit hield enerzijds verband met de door het Japanse Furukawa aangekondigde 10% prijsverhoging van glasvezelkabel, de eerste verhoging in bijna tien jaar tijd. Furukawa is na Corning en Draka de derde grootste producent van glasvezelkabel ter wereld. De prijsverhoging is het eerste signaal dat de overcapaciteit in glasvezelkabelproductie weldra tot het verleden zal behoren. Steeds meer telecombedrijven kondigen omvangrijke FTTH-projecten (Fibre-To-The-Home) aan. Zo berichtte British Telecom de komende vijf jaar voor een bedrag van £ 1,5 miljard te investeren in FTTH-projecten om 10 miljoen woningen aan te sluiten. Draka behaalt circa 25% van de omzet uit glasvezelkabel met vooralsnog flinterdunne marges van 2-3%. In de top van de vorige cyclus, eind jaren negentig, werden marges tot 18% genoteerd. Daarnaast rapporteerde 35% deelneming Oman Cable Industry (OCI) indrukwekkende halfjaarcijfers. Bij een omzetstijging van 60% werd een toename van het netto resultaat van 122% gerealiseerd tot bijna € 19 miljoen. Deze winstbijdrage zal het halfjaarresultaat van Draka een forse steun in de rug geven. Daarenboven heeft OCI aangegeven in staat te zijn de hoge groei te kunnen vasthouden. Een laatste positief signaal voor Draka kwam van concurrent Nexans dat met een beter dan verwacht halfjaarresultaat naar buiten kwam. Met name het feit dat de bouwgerelateerde activiteiten van Nexans ondanks de neergang in het Verenigd Koninkrijk, Ierland en Spanje, de marges goed op peil wisten te houden, kan als hoopgevend worden aangemerkt. Wij handhaven onze opinie inzake Draka Holding. Een koers van € 25,- is onzes inziens een meer realistische waardering voor Europa's grootste glasvezelkabelaanbieder. Deze koers komt overigens vrijwel overeen met de Sum-Of-The-Parts analyse, waarbij met name de beurswaardering van OCI bepalend is. Vanaf de huidige koers van € 18,- bedraagt het opwaarts koerspotentieel van Draka Holding bijna 40%.

HES Beheer (logistieke dienstverlening in havens) heeft in de eerste helft van dit jaar een stijging van circa 25% gerealiseerd van het genormaliseerde netto resultaat (= exclusief bijzondere resultaten). Naar verwachting komt het genormaliseerde resultaat uit op € 6,3 miljoen (H1 2007: € 5,0 miljoen). De winstverbetering is vooral te danken aan omzetgroei bij nagenoeg alle dochters en deelnemingen door een stijging in de aanvoer van droge bulkproducten. Inclusief bijzondere baten wordt een netto resultaat van ruim € 7,5 miljoen verwacht, een stijging van meer dan 50% ten opzichte van de € 5,0 miljoen over het eerste halfjaar van 2007. Voor geheel 2008 voorzien wij een winst per aandeel op basis van het genormaliseerde resultaat van € 1,65 (2007: € 1,39), een stijging van 19%. De aandelen HES Beheer reflecteren op een koers van € 21,50 ruim 13 maal de getaxeerde winst over dit jaar.

ICT Solutions, dochtermaatschappij van **ICT Automatisering**, ontving een eervolle opdracht van het Hoogheemraadschap van Delfland voor de uitvoering van het project Technische Automatisering. Het project omvat het op moderne wijze beheren en visualiseren van waterpeilen. Met de gunning van deze opdracht ter waarde van € 2,9 miljoen verstevigt ICT Solutions haar positie op het gebied van oppervlaktewater aanzienlijk. Het project wordt medio april 2011 afgerond. Vanaf mei 2009 zal ICT Solutions ook starten met het onderhoud en beheer van het nieuwe systeem voor een periode van tien jaar. Mede dankzij haar sterke positie op het gebied van drinkwater- en rioolwaterzuivering wordt ICT Solutions hiermee een vooraanstaande speler in heel waterwereld Nederland. Wij verwachten dit jaar een winst per aandeel van € 0,85 voor ICT Automatisering (2007: € 0,74). Op een koers van € 7,- wordt een bescheiden 8,2 maal de getaxeerde winst voor de aandelen betaald.

De halfjaarcijfers van uitzend/detacheringsgroep **USG People** bleken vrijwel volgens de marktverwachting te zijn. De omzet steeg met 8% tot € 1,4 miljard, waarvan 3% op autonome basis. De brutomarge steeg 0,4% tot 24,7%, omdat USG nog altijd in staat bleek prijshoudend te opereren. De netto winst uit gewone bedrijfsuitoefening nam met 6,9% af tot € 32,2 miljoen. Echter, de gepresenteerde onderliggende tendens wijst op een snel afnemende groei, die zelfs negatief is geworden in Spanje en Frankrijk. De prognose van het management maakte gewag van een stagnatie van de markt voor flexibel personeel voor de komende twee à tweeënehalf jaar. USG gaf geen concrete prognose voor het jaarresultaat 2008, maar bevestigde het beeld van een merkbare vertraging in enkele van haar belangrijkste markten. Bij de presentatie van de eerste kwartaalcijfers verstrekte USG People een analyse met daarin de uitspraak dat de groep een EBITA-marge van 4,5 – 7,0% door de cyclus heen haalbaar acht. In Q2 2008 bedroeg deze EBITA-marge nog 6,1% tegen 6,8% in Q2 2007. Een daling naar de geïndiceerde bodem van de cyclus zou volgens de prognose van het management vermoedelijk in de eerste helft van 2010 worden bereikt. In dit scenario zal USG People een afnemende winst per aandeel in zowel 2009 als 2010 gaan genereren. Dit vooruitzicht is minder aantrekkelijk dan dat van de gespecialiseerde detacheerders Brunel en DNC De Nederlanden Compagnie, die in deze jaren naar verwachting nog een lichte groei kunnen gaan tonen. Wij hebben derhalve besloten het belang in USG People geleidelijk af te bouwen.

Digital marketing agency **LBI International** rapporteerde meevallende tweede kwartaalcijfers. De combinatie van kostenbeheersing en de winstbijdrage van recent verworven ondernemingen zorgde voor een EBITDA van € 6,2 miljoen op een omzet van € 42,6 miljoen. De netto winst bedroeg € 2,8 miljoen. Tegelijkertijd waarschuwde het management voor 'a significant tightening of marketing and technology budgets inside large multinational corporations', welke uitspraak tot terughoudendheid ten aanzien van de jaarwinst 2008 noopt. Weliswaar heeft LBI onder de nieuwe CEO Hugh Taylor aangetoond de bakens tijdig te kunnen verzetten, het lijkt nog te prematuur om al een omslag in het vertrouwen van beleggers te mogen verwachten. De beurskoers reageerde dan ook niet op de publicatie van het halfjaarbericht. Bijkomend is een positief gegeven dat LBI ruim binnen de financieringsconvenanten met de banken blijft. Op de huidige koers van € 2,- wordt ruim 16 maal de getaxeerde winst voor 2008 betaald voor de aandelen.

Uit een trading update van **Beter Bed Holding** bleek dat het dalende consumentenvertrouwen in de loop van het tweede kwartaal de verkopen negatief heeft beïnvloed. Als gevolg hiervan verlaagde Beter Bed de prognose van de halfjaarwinst van € 12,2 miljoen naar € 11,2 miljoen (H1 2007: € 13,2 miljoen). Naar verwachting stijgt de omzet over Q2 2008 met bijna 3% naar € 79 miljoen (Q2 2007: € 77 miljoen), hetgeen ook een groeivertraging impliceert ten opzichte van Q1 (omzet +4%). De meeste winsttaxaties van analisten werden hierop neerwaarts aangepast. De consensuschatting voor 2008 wijst op een winst per aandeel van € 1,00 (2007: € 1,28). De beurskoers daalde na publicatie van de trading update met 20% van € 10,60 naar een laagste niveau van € 8,52. Nadien volgde een technisch herstel tot bijna € 10,-. Op deze prijs wordt 10-12 maal depressed earnings per share voor de aandelen Beter Bed Holding betaald. Wij sluiten niet uit dat de onderneming de pay-out zal verhogen tot 100%, hetgeen een aantrekkelijk dividendrendement op de huidige koers oplevert.

Samenstelling portefeuille

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

Onderneming	Percentage ¹
Nedap	8,9%
Exact Holding	7,0%
BAM Groep	5,6%
Unit 4 Agresso	5,5%
Aalberts Industries	5,4%
DNC De Nederlanden Compagnie	5,3%
Ordina	5,3%
TKH Group	5,2%
Crucell	5,0%
Brunel International	4,6%
Overige 15 ondernemingen	38,8%
Liquiditeiten en overige	3,4%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

De eerste handelsdagen van augustus toonden een technisch herstel van de aandelenmarkten. Overnamespeculatie in de uitzend- en detachingssector (Adecco en Michael Page) en in biotechnologie zorgde mede voor koopbelangstelling. Daarnaast zorgden aankopen uit hoofde van shortdekking, na de forse koersdalingen van juni en juli, voor additionele koerssteun. Wij voorzien een aanhoudend hoge volatiliteit in beurskoersen in de komende maanden. Gezien de hoge defensieve kwaliteit van onze portefeuille gaan wij uit van een outperformance van het Add Value Fund.

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

8 augustus 2008

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen