



HALVÅRSRAPPORT FOR 2007

INVESTERINGSFORENINGEN
RHAM VALUE PARTNER
EUROPA SMALL CAP

RHAM
VALUE PARTNER



INDHOLDSFORTEGNELSE

Ledelsesberetning	3
Anvendt regnskabspraksis	5
Resultatopgørelse	6
Balance	6
Hoved- og nøgletal	6
Beholdningsoversigt	7

LEDELSESBERETNING

Udviklingen i første halvår 2007

RHAM Value Partner Europa Small Cap leverede i første halvår af 2007 et positivt afkast på 23,6 procent. Til sammenligning steg Morgan Stanley Europe Small Cap blot 10,6 procent. Foreningens investeringspolitik, valueprincippet, er en væsentlig forklaring på forskellen i denne performance. Valueprincippet indebærer, at der investeres i aktier, der er finansielt sunde og fundamentalt undervurderede. Foreningens investeringspolitik og proces gør, at den kun investerer i selskaber, hvor den kan opnå at investere til en rabat på minimum 40 procent i forhold til den beregnede fair value.

Som direkte konsekvens af investeringspolitikken har foreningen fortsat været overvægtet i Tyskland, Schweiz og Holland, hvor flere selskaber har handlet væsentligt under fair value. Derimod har foreningen været undervægtet i UK og Spanien, hvor foreningen kun i begrænset omfang har fundet tilstrækkelige billige selskaber, som opfylder vores krav om en rabat på 40 procent i forhold til den beregnede fair value. Set i relation til udviklingen i Morgan Stanley Europe Small Cap har disse to forhold bidraget positivt til foreningens performance.

Investeringsprincipperne er med to eksempler illustreret nedenfor.

God vækst i formuen

Den positive udvikling i afkastet og en god emissionsaktivitet har resulteret i, at den samlede formue beløb sig til DKK 895 millioner ved udgangen af juni måned. Sammenholdt med DKK 714 millioner ved årets begyndelse er Bestyrelsen tilfreds med udviklingen. Bestyrelsen byder nye investorer velkommen og takker alle investorer for den tillid, De har vist ved Deres investering i foreningen.

Investeringerne

Blandt de aktier, der bidrog til det positive afkast i første halvår 2007, var de tyske industriselskaber Krones og SGL Carbon, tyske Vossloh, der producerer jernbaneudstyr, det hollandske ingeniørselskab Grontmij, italienske Permasteelisa, der renoverer facader, samt danske H+H, der er producent af porebeton. I løbet af halvåret har foreningen solgt aktierne i spanske Uralita, schweiziske PubliGroupe, engelske Game Group og i tyske Bauer, idet disse nåede vores beregnede fair value.

Foreningens fem største positioner er:

Vossloh	(5,4 procent)	Tyskland
Grontmij	(4,2 procent)	Holland
Krones	(4,2 procent)	Tyskland
Aareal Bank	(4,0 procent)	Tyskland
Charles Voegelé	(3,8 procent)	Schweiz

Disse udgjorde ultimo juni 2007 21,6 procent. Der var i alt investeret i 42 selskaber. Den fuldstændige beholdningsoversigt fremgår af regnskabet side 7.

To investeringseksempler:

SGL Carbon

Foreningen har investeret i SGL Carbon siden foreningens etablering i december 2004. På det tidspunkt handlede SGL med en betydelig rabat i forhold til vores beregnede fair value af selskabet. Årsagen til denne rabat skulle findes tilbage i perioden 1997 – 2001. I denne periode var selskabet igennem tre begivenheder, som nødvendiggjorde en længerevarende restrukturering. Da vi udarbejdede vores første analyse af selskabet i 2004, var denne restrukturering i faste rammer.

Vi kunne således koncentrere os om at bestemme værdien af selskabets kerneforretning. Den største division, Carbon Graphite, viste sig at være i en særdeles fordelagtig konkurrencesituation. Dette er siden bekræftet ved, at selskabet siden 2004 gentagne gange har forhøjet deres priser uden tab af omsætning som følge. De øvrige divisioner er også relateret til produktion af Carbon Graphite. Her udnyttes den indsigt og ekspertise, som selskabet har, til at mangfoldiggøre brugen af Carbon Graphite.

I juni måned besøgte vi en af selskabets fabrikker samt selskabets hovedkontor i Wiesbaden. Hensigten med dette besøg var at få en bedre forståelse for det program, som selskabet selv kalder "SGL Excellence". Formålet med dette program er at skabe kontinuerlige forbedringer på alle niveauer i SGL Carbon. Programmet har vist sig at være effektivt og værdiskabende for aktionæerne. I dag er restruktureringshistorien lagt på hylde, og SGL Carbon fremstår som et selskab med et godt potentiale for at skabe yderligere værdi til aktionæerne.

Krones

Tyske Krones er Europas største indenfor produktion af tappelinier til bryggerier og mejerier i hele Verden. Kursmæssigt har Selskabet i en periode været undervurderet som følge af, at konkurrenter har forsøgt at dumpe priserne for at vinde markedsandele. Dette er ikke lykkedes, idet Krones fortsat laver markedets bedste maskiner og har den bedste serviceorganisation, der sikrer kunderne mod længerevarende produktionsstop.

Krones er kommet styrket ud af priskrigen, idet selskabet benyttede lejligheden til at effektivisere processerne og dermed øge profitabiliteten. Selskabet var og er således klart branchens største og mest profitable aktør. Samtidig er den finansielle soliditet høj med over DKK 400 millioner i banken.



LEDELSESBERETNING, fortsat

Herudover er ordrebeholdningen historisk høj, ikke mindst efter Kronens maskiner til produktion af PET-emballage, som i stigende omfang erstatter karton. Endelig gør det aftagende prispres og den solide ordreindgang det muligt at tage højere priser for maskinerne. Idet omkostningerne samtidig er under kontrol, ser vi fortsat et godt potentiale i aktien.

Læs mere om RHAM Value Partner - Europa Small Cap

De kan få yderligere oplysninger om foreningen på www.valuepartner.dk. Her kan De bl.a. læse mere om foreningens investeringsproces. Hjemmesiden bliver løbende opdateret med interessante selskabsnyheder, og her kan De tillige finde foreningens månedsrapporter.

Forventninger til andet halvår 2007

I andet halvår af 2007 vil en intensiveret markedsføringsindsats blive iværksat overfor såvel nye investorer som det bestående net af distributionsbanker og institutionelle investorer. Det er ligeledes hensigten at etablere yderligere distributionsaftaler i Danmark i andet halvår. Dette forventes at udbrede det generelle kendskab til RHAM Value Partner.

Et fortsat tilfredsstillende afkast af kapital under forvaltning sammenholdt med ovennævnte initiativer giver en begrundet forventning om yderligere stigning i kapital under forvaltning.

De europæiske aktiemarkeder udviste i første halvår af 2007 fortsat en generel positiv kursudvikling. I modsætning til tidligere udviklede de respektive aktiemarkeder sig dog mindre entydige i kursmæssige sammenhænge. En vis usikkerhed som følge

af et øget inflationært pres har præget aktiemarkederne. Det inflationære pres har foranlediget, at Central- og Nationalbanker har hævet renterne i det forgangne halvår, hvilket fremadrettet kan have en negativ effekt på virksomhedernes indtjeningssevne qua aftagende vækst. Der er dog fortsat indikationer på en positiv udvikling i de europæiske økonomier. Således ventes Europas største økonomi, den tyske, at fortsætte den nu positive økonomiske udvikling, som hidtil har været båret af eksporten og virksomhedernes investeringer. Den tyske arbejdsløshed er således på det laveste niveau i flere år og et fortsat fald heri, sammenholdt med stigende lønninger ventes at øge forbrugertilliden, hvilket kan facilitere en stigning i det tyske privatforbrug og understøtte en fortsat positiv udvikling i Tyskland. Dette ventes alt andet lige at udmønte sig i øget europæisk vækst, hvilket kan have en stabiliserende effekt på eventuelt aftagende vækst i USA og Kina.

Afslutningsvist er det vigtigt at understrege, at foreningen investerer i fundamentalt undervurderede selskaber med udgangspunkt i specifikke selskabsanalyser og ikke med udgangspunkt i den generelle økonomiske situation. Foreningens investeringer er baseret på en investeringshorisont på 3 til 5 år, og investeringerne foretages alene i selskaber, der handler med en markant rabat i forhold til den beregnede fair value. Det er foreningens opfattelse at foreningen med denne investeringspolitik vil levere et tilfredsstillende positivt afkast i 2007. Andet halvårs resultat vil dog være afhængigt af udviklingen på de finansielle markeder, herunder specielt de europæiske aktiemarkeder.

Formue pr. 30. juni 2007	895.194
Formue ultimo 2006	713.884
Nettoemissioner/indløsninger	45.100
Nettovæksten i afdelingens formue	181.310

Finansielle instrumenter	30.06.2007	30.06.2006
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,2%	97,4%
Øvrige finansielle instrumenter	5,8%	2,6%

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten for Investeringsforeningen RHAM Value Partner Europa Small Cap er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger med videre, Bekendtgørelse om finansielle årsrapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v., samt de af Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsaflæggelse.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2006.



Resultatopgørelse

	01.01. -30.06.07 (t.kr.)	01.01. -30.06.06 (t.kr.)
Renter og udbytter	11.152	8.588
Kursgevinster og -tab	168.108	6.262
Administrationsomkostninger	7.416	5.221
Resultat før skat	171.844	9.629
Skat	1.905	1.410
Halvårets nettoresultat	169.939	8.219

Balance

	30.06.07 (t.kr.)	31.12.06 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler	42.374	51.784
Obligationer	0	0
Kapitalandele	849.284	660.060
Afledte finansielle instrumenter	0	0
Andre aktiver	3.536	2.962
Aktiver i alt	895.194	714.806
Passiver		
Medlemmernes formue	895.194	713.884
Afledte finansielle instrumenter	0	0
Anden gæld	0	922
Passiver i alt	895.194	714.806

Hoved- og nøgletalsoversigt

	30.06.2007	30.06.2006	30.06.2005*)
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	169.939	8.219	8.489
Medlemmernes formue (t.kr.)	895.194	616.095	89.049
Cirkulerende andele (t.kr.)	485.800	455.000	78.048
Indre værdi	184,27	135,41	114,09
Udlodning pr. andel (%)	-	-	-
Omkostninger (%)	0,89	0,89	0,93
Årets afkast (%)	23,58	4,39	12,30
Sharpe ratio (%)			

*) Regnskabsperioden omfatter 13.12.04- 30.06.05

BEHOLDNINGSOVERSIGT

Papir	Land	6/30/2007				12/31/2006			
		Stk.	Valuta-kurs	Børs-kurs	Markeds-værdi	Stk.	Valuta-kurs	Børs-kurs	Markeds-værdi
Mayr-Melnhof Karton AG	Austria	9.400	7,44	168,18	11.765	9.400	7,45	142,00	9.951
	Austria I alt				11.765				9.951
Carl Allers Etablissement	Denmark	30.000	1,00	300,00	9.000	0	1,00	0,00	0
Asgaard Group A/S	Denmark	27.000	1,00	304,00	8.208	0	1,00	0,00	0
Brdr. Hartmann A/S (B)	Denmark	140.000	1,00	201,50	28.210	140.000	1,00	227,00	31.780
H+H International A/S (B)	Denmark	10.600	1,00	2423,00	25.684	10.600	1,00	1.840,00	19.504
	Denmark I alt				71.102				51.284
Boiron SA	France	77.000	7,44	24,89	14.263	77.000	7,45	18,29	10.499
Bonduelle S.C.A.	France	35.500	7,44	91,70	24.226	35.500	7,45	92,25	24.413
Toupargel Groupe	France	28.000	7,44	40,70	8.481	23.000	7,45	41,53	7.121
GFI INFORMATIQUE	France	270.000	7,44	9,30	18.687	270.000	7,45	6,26	12.600
DU Pareil AU Meme	France	25.077	7,44	48,53	9.057	25.077	7,45	37,23	6.960
Bonduelle S.C.A. (Retter exdate 290607)	France	35.500	7,44	0,00	0	0	7,45	0,00	0
Virbac SA	France	65.219	7,44	59,18	28.724	65.219	7,45	47,00	22.851
	France I alt				103.438				84.444
CENTROTEC Sustainable AG	Germany	74.500	7,44	35,32	19.583	74.500	7,45	23,66	13.140
Schlott Gruppe AG	Germany	59.956	7,44	22,70	10.129	19.730	7,45	24,51	3.605
AWD Holding AG	Germany	68.000	7,44	31,55	15.966	68.000	7,45	32,03	16.237
Washtec AG	Germany	170.000	7,44	15,70	19.863	157.761	7,45	13,84	16.277
GFK AG	Germany	57.000	7,44	36,54	15.500	57.000	7,45	33,38	14.184
Loewe AG	Germany	62.350	7,44	17,75	8.236	62.350	7,45	14,41	6.698
Frosta AG	Germany	56.300	7,44	24,15	10.119	23.800	7,45	15,88	2.817
AS Creation Tapeten	Germany	22.945	7,44	49,72	8.490	10.778	7,45	35,00	2.812
VBH Holding AG	Germany	140.000	7,44	9,13	9.512	0	7,45	0,00	0
KROMI Logistik AG	Germany	35.000	7,44	23,53	6.129	0	7,45	0,00	0
SGL Group	Germany	160.000	7,44	30,70	36.555	160.000	7,45	19,03	22.698
Vossloh AG	Germany	73.200	7,44	86,88	47.329	73.200	7,45	56,71	30.946
Bauer AG	Germany	0	7,44	0,00	0	100.000	7,45	32,30	24.079
Krones AG	Germany	31.000	7,44	171,61	39.591	31.000	7,45	115,94	26.794
Aareal Bank AG	Germany	121.000	7,44	38,60	34.759	121.000	7,45	34,66	31.264
	Germany I alt				281.761				211.551
FKI Plc	Great Britain	1.120.000	11,06	1,27	15.664	1.120.000	11,06	1,03	12.794
Umbro PLC	Great Britain	1.240.000	11,06	1,58	21.592	1.240.000	11,06	1,34	18.349
Game Group Plc	Great Britain	0	11,06	0,00	0	1.865.321	11,06	1,14	23.424
	Great Britain I alt				37.256				54.567
Permasteelisa SpA	Italy	69.000	7,44	20,89	10.727	69.000	7,45	14,05	7.227
GranitiFiandre SpA	Italy	274.700	7,44	9,40	19.207	274.700	7,45	8,20	16.800
	Italy I alt				29.934				24.027
Macintosh Retail Group NV	Netherlands	107.400	7,44	33,00	26.376	107.400	7,45	25,50	20.416
Grontmij	Netherlands	156.000	7,44	34,95	40.576	39.000	7,45	88,25	25.658
OPG Groep NV	Netherlands	91.644	7,44	26,99	18.408	12.911	7,45	89,00	8.566
	Netherlands I alt				85.360				54.640



Papir	Land	6/30/2007				12/31/2006			
		Stk.	Valuta-kurs	Børs-kurs	Markeds-værdi	Stk.	Valuta-kurs	Børs-kurs	Markeds-værdi
Tomra Systems ASA	Norway	410.000	0,93	51,70	19.775	330.000	0,91	43,00	12.884
	Norway I alt				19.775				12.884
Uralita SA	Spain	0	7,44	0,00	0	505.000	7,45	4,99	18.786
	Spain I alt				0				18.786
Haldex AB	Sweden	170.000	0,80	156,50	21.379	104.500	0,83	163,50	14.115
Cision AB	Sweden	725.000	0,80	26,70	15.555	0	0,83	0,00	0
Hoganas AB	Sweden	85.000	0,80	203,50	13.899	85.000	0,83	179,50	12.604
Observer AB	Sweden	0	0,80	0,00	0	725.000	0,83	38,70	23.179
Billerud AB	Sweden	190.000	0,80	104,00	15.879	0	0,83	0,00	0
	Sweden I alt				66.712				49.898
Bucher Industries AG - REG	Switzerland	35.000	4,50	196,30	30.889	20.000	4,63	132,30	12.254
Banque Cantonale Vaudoise	Switzerland	9.000	4,50	630,00	25.492	9.000	4,63	587,00	24.465
Zehnder Group AG	Switzerland	2.000	4,50	2978,00	26.778	2.000	4,63	2.181,00	20.200
PubliGroupe SA	Switzerland	0	4,50	0,00	0	3.550	4,63	429,00	7.052
Charles Voegele Holding AG	Switzerland	53.500	4,50	136,00	32.712	53.500	4,63	97,10	24.057
Bobst Group AG	Switzerland	76.000	4,50	77,00	26.310	0	4,63	0,00	0
	Switzerland				142.181				88.028
	I alt				849.284				660.060