

## MAANDBERICHT OVER MEI 2008

### Inleiding

Voor de tweede achtereenvolgende maand wist het Add Value Fund een waardestijging te realiseren. In mei steeg de intrinsieke waarde per participatie met 2,9% van € 92,67 naar € 95,40. Ten opzichte van jaarultimo 2007 resteert nog een waardedaling van 1,4%. Ondanks een verdere stijging van de grondstofkosten, waardoor de inflatieverwachtingen naar boven moeten worden bijgesteld, overheerste gedurende de verslagmaand een gematigd optimisme. De liquiditeit in de markt ondervond steun van de uitkering van de dividenden. In het algemeen reflecteerden de bedrijfsberichten van de ondernemingen uit de portefeuille een positieve ondertoon van de onderliggende gang van zaken. Wij beoordelen de vooruitzichten op een voortgaande waardestijging van de portefeuille als gunstig.

Per 30 mei 2008 was voor een bedrag van € 44,5 miljoen belegd in 25 ondernemingen. Per 2 juni 2008 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen € 45,8 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 97,2% van het vermogen is belegd.

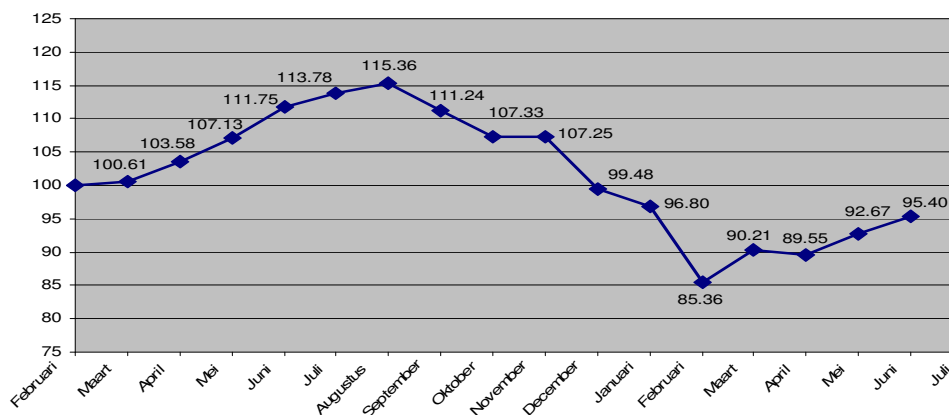
De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie per 2 juni 2008	€ 95,40
Fondsvermogen per 2 juni 2008	€ 45.850.289
Aantal uitstaande participaties per 2 juni 2008	480.611

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								-1,45	-4,60

**Intrinsieke Waarde**



### Mutaties in de portefeuille

In enkele specifieke aandelen kon in mei worden geanticipeerd op de ex-dividenduitkering, waarna het

uitgekeerde dividend weer snel kon worden ingelopen. Dit gold met name voor die ondernemingen die een hoog dividendrendement paren aan een sterk winstmomentum. In dit kader voerden wij succesvolle transacties uit – kopen cum-dividend, verkopen ex-dividend – in **Grontmij**, **Sligro Food Group** en **TKH Group**. Het kleine belang in **Direct Wonen** werd enigszins uitgebreid, waarbij voortdurend zichtbaar is dat ook de oprichters van de onderneming aan de koopzijde opereren. Direct Wonen is toonaangevend op de Nederlandse particuliere woningverhuurmarkt, mede dankzij het landelijk netwerk van 26 vestigingen en de interactieve portal [www.directwonen.nl](http://www.directwonen.nl). Sinds juni 2007 is Direct Wonen genoteerd op de Londense AIM, waarbij de koers sinds de beursintroductie op 137 pence is gedaald tot een laagste stand van 34,25 pence in januari. Deze scherpe koersdaling is deels het gevolg van de algemene perceptie dat bemiddeling in vastgoed als gevolg van de kredietcrisis een lastige toekomst tegemoet gaat, maar is daarnaast de logische resultante van een Initial Public Offering (IPO) die is mislukt. Momenteel houden oprichters/dga's Yvonne Swaans en Richard Westerhuis ruim 78% van de uitstaande aandelen. Wij menen dat op de huidige koers van 52 pence de aandelen uiterst bescheiden worden gewaardeerd en sluiten een beursexit tegen een substantieel hogere koers op termijn niet uit. De onderneming, die uitsluitend in Nederland actief is, boekte vorig jaar een omzetstijging van 48% tot € 43,6 miljoen en realiseerde een 26% hoger bedrijfsresultaat van € 14,1 miljoen (2006: € 11,2 miljoen). Voor 2008 en volgende jaren meent de ondernemingsleiding een solide basis te hebben gelegd voor verdere groei.

Elders in de portefeuille verkochten wij de kleine positie in **Koninklijke Wessanen** met een gering negatief resultaat. De toelichting van het management op de jaarvergadering gaf ons onvoldoende vertrouwen om tot uitbreiding van dit belang te besluiten. Er moet later dit jaar rekening worden gehouden met omzetsdruk als gevolg van de stagnatie van de economie in de Verenigde Staten. Daarnaast is de zwakke dollar een aspect dat dit jaar zal doorwerken in de winst. In plaats van Wessanen werd een klein belang verworven in specerijen- en rubberhandelaar **Amsterdam Commodities** (Acom). De onderneming, die dit jaar 100 jaar bestaat, rapporteerde recordresultaten over 2007 en noteert één der hoogste dividendrendementen van Euronext Amsterdam. Vorig jaar werd van een winst per aandeel van € 0,54 bijna 74% uitgekeerd als contant dividend, te weten € 0,35 plus € 0,05 als jubileumdividend. Op een koers (ex-dividend) van € 4,70 noteert het aandeel Acom momenteel 8,7 maal de winst en genereert het een dividendrendement van 8,5%.

Tenslotte verkleinden wij de positie in **LBI International**. Deze “international full service digital marketing agency” ondergaat momenteel een reorganisatie die de resultaten vermoedelijk gedurende de eerste helft van dit jaar onder druk zal houden. Ofschoon wij van mening zijn dat één en ander reeds voor een groot deel is verdisconteerd in het bereikte koersniveau, achten wij het aannemelijk dat een positieve bijdrage aan de performance voorlopig op zich zal laten wachten. De nieuwe bestuursvoorzitter Luke Taylor zal zich eerst moeten bewijzen als een bekwame turn around manager, alvorens het geschonden vertrouwen van beleggers zal kunnen worden herwonnen.

#### Bedrijfsnieuws

**Aalberts Industries** (Aalberts) is momenteel de grootste holding in portefeuille. Op een beleggingseminar werd nog eens bevestigd dat Aalberts Industries onder het huidige economisch gesternte in staat zal zijn een dubbelcijferige groei van de winst per aandeel te handhaven. Wij noemen hier drie zogenaamde *value drivers* die in analistenrapporten onvermeld blijven:

- In de kernactiviteit Industrial Services maakt Aalberts steeds vaker gebruik van gepatenteerde kennis die voor de afnemers feitelijk onmisbaar is bij de productie van eindproducten. Als voorbeeld werd Ericsson genoemd, dat bij de productie van radarapparatuur had getracht een andere leverancier te vinden, maar werd geconfronteerd met de patentpositie van Al. Deze krachtige positie als co-manufacturer verlaagt het conjuncturele profiel van Aalberts in belangrijke mate;

- In de kernactiviteit Flow Control boekt Aalberts een indrukwekkende progressie in Oost-Europa. In het vorige maandrapport maakten wij hier reeds melding van. Als illustratie van de groei in Oost-Europa (in vijf jaar tijd werd vanuit het niets een omzet van € 153 miljoen gerealiseerd, groei 2007 t.o.v. 2006: +49%) werd het volgende voorbeeld gegeven. De verovering van Oost-Europa begon vanuit de Deense werkmaatschappij Broen. Dit management heeft de kennis en het productengamma van Aalberts geïntroduceerd op de Oost-Europese markt. De acquisitie van KAN in Polen begin 2007 fungeert als katalysator van de omzetgroei. In het eerste kwartaal van 2008 werd evenveel omzet gerealiseerd als de laatste drie kwartalen van 2007 tezamen. Behalve in Polen is KAN ook toonaangevend voor de afzet in Oekraïne;
- De telkens terugkerende vraag wanneer topman Jan Aalberts terugtreedt kan worden gezien als een belangrijk obstakel op weg naar een hogere waardering van het aandeel. In de perceptie van velen zal de koers onder zware druk komen zodra Jan Aalberts aankondigt te zullen aftreden, welk moment gezien zijn leeftijd (Jan Aalberts is van 23 december 1939) vanzelfsprekend dichterbij komt. In dit kader is het van belang te weten dat het business model van Aalberts zeer strak is gestructureerd. De 11.000 werknemers worden aangestuurd door een managementlaag van 150 man, die weer onder toezicht staat van het holdingkantoor te Langbroek. Iedere 10e van de maand is wekelijkse informatie van alle werk-maatschappijen beschikbaar, welke onder andere aan de basis staat van een nagenoeg perfect werkkapitaalbeheer. Op basis van deze informatiestroom meent Aalberts Industries de komende jaren een winstgroei van 15-17% per jaar te kunnen realiseren, ervan uitgaande dat zich geen extreme ontwikkelingen voordoen in de economische ontwikkelingen.

Wij menen dat het aandeel Aalberts Industries een aanmerkelijk hogere waardering verdient dan de huidige € 14,-, die overeenkomt met 9,6 maal de getaxeerde winst 2008. In eerste aanleg lijkt een geleidelijke koersstijging richting € 18,- (+29%) recht te doen aan de kwaliteit die past bij een belegging in Aalberts Industries.

De N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek **Nedap** kwam met een winstwaarschuwing. Voor de eerste zes maanden van dit jaar wordt een gering lagere omzet en een licht lagere winst voorzien. De lichte daling van de winst wordt niet veroorzaakt door de lagere omzet, maar door het besluit om de geactiveerde kosten voor de Amerikaanse stemmachine (circa € 2 miljoen) in één maal af te schrijven. Los van deze afschrijving zal uit normale bedrijfsuitoefening een hogere winst worden gerealiseerd. De afschrijving is het gevolg van een verslechtering van de marktkansen van de Nedap-stemmachine in de staat New York. Er is inmiddels een voorkeur ontstaan voor zogenaamde ballotmarking systemen (papieren biljetten die door scanners worden gelezen) boven volledig elektronische stemsystemen in combinatie met een printer, zoals de Nedap-stemmachine. Ook zijn de financiële voorwaarden voor verdere deelname – zelfs bij een beperkt aantal machines – dusdanig verhoogd, dat in overleg met de Amerikaanse partner voor de verkiezingsmarkt in New York werd besloten zich terug te trekken uit het aanbestedingsproces in deze staat. Overigens blijft de omzet in de Klantgroep Verkiezingssystemen de eerste zes maanden van dit jaar fors achter bij die uit de overeenkomstige periode van 2007 als gevolg van de geringe investeringsbereidheid in stemmachines op dit moment. Ook de belangrijke Klantgroepen Retail Support en Security Management laten een lagere, respectievelijk stabiele omzetonwikkeling zien in vergelijking met wat “het zeer goede 1e halfjaar 2007” wordt genoemd. Naar verwachting zal de groei in de tweede helft van het jaar weer wat kunnen aantrekken, omdat dan onder meer enkele uitgestelde orders zullen worden uitgeleverd. Niettemin verlagen wij de taxatie van de winst per aandeel 2008 van € 2,40 naar € 2,25 (2007: € 2,12), waarbij het dividend vermoedelijk zal kunnen stijgen van € 1,91 tot 2,03 (+6%), uitgaande van een stabiele pay out van 90%. Op de huidige koers van € 26,- worden aandelen Nedap op 11,6 maal de verwachte winst gewaardeerd en bedraagt het dividendrendement een aantrekkelijke 7,8%.

De resultaten over het eerste kwartaal van 2008 van bouwmaatschappij **BAM Groep** overtroffen de verwachtingen van analisten. De opbrengsten stegen met circa 9% tot € 1,87 miljard (2007: € 1,72 miljard). Exclusief het effect van valutakoersverschillen namen de opbrengsten met circa 13% toe, waarvan 2% als gevolg van acquisities. Vooral de waardedaling van het Britse pond beïnvloedde de opbrengsten en resultaten in vergelijking met 2007 in negatieve zin. Mede hierdoor nam het resultaat vóór belastingen licht af tot € 65,7 miljoen (2007: € 66,5 miljoen). De daling van de marge vóór belastingen tot 3,5% (2007: 3,9%) was tevens het gevolg van een naar verhouding hoge resultaatsbijdrage van deelneming AM in het eerste kwartaal van 2007. Het netto resultaat over het eerste kwartaal van 2008 bedroeg € 51,6 miljoen (2007: € 54,0 miljoen), alwaar analisten gemiddeld uitgaven van € 45 miljoen. BAM handhaafde de jaarprognose van een netto winst van tenminste € 250 miljoen. De orderportefeuille steeg in het kwartaal met 4% tot € 14,3 miljard, waarvan naar verwachting € 6,3 miljard dit jaar wordt uitgevoerd en € 8 miljard in volgende jaren. Daarmee is voor geheel 2008 ongeveer 90% van de opbrengsten reeds in portefeuille. De solvabiliteit verbeterde verder tot 18,6% (2007Q1: 15,9%, ultimo 2007: 18,1%) en beweegt zich gestaag in de richting van de groepsdoelstelling van minimaal 20%. Zodra uit-sluitsel komt over de verkoop van het 21,5% belang in baggerdeelneming Van Oord (naar verwachting in de tweede helft van dit jaar) zal deze doelstelling met gemak worden gehaald. BAM heeft als prioriteit voor de besteding van de opbrengst, die zal liggen tussen € 350 en 500 miljoen, gesteld dat dit met name de divisie Installatietechniek betreft. Deze goed renderende divisie ontbeert met een jaaromzet van ruim € 200 miljoen de kritische omvang die past bij een Europese topspeler als BAM. De koers van het aandeel kon na publicatie van de kwartaalcijfers herstellen van een eerdere zwakke fase, waarbij zelfs beneden € 14,- werd gehandeld. Echter, op koersen boven € 15,- overheerst toch het aanbod, mede ingegeven door enkele recommendatieverlagingen door banken/brokers. Wij menen dat de aandelen BAM Groep nog altijd fors zijn ondergewaardeerd ten opzichte van een geschatte fair value van € 22,- per aandeel.

Op de jaarvergadering van **Crucell** bevestigde bestuursvoorzitter Ronald Brus de uitstekende vooruitzichten voor de vaccinspecialist. Crucell is de op vijf na grootste vaccinproducent ter wereld na farmagiganten als Sanofi, Merck, Pfizer, Glaxo en Novartis. De onderneming heeft tot nu toe acht producten op de markt geïntroduceerd, waarvan kindervaccin Quinvaxem veruit de belangrijkste is. Van de totale omzet uit producten ad € 178 miljoen is Quinvaxem goed voor circa 30%, ofwel € 53,4 miljoen. Samen met Glaxo levert Crucell exclusief aan Wereldgezondheidsorganisaties (WHO), UNICEF en PAHO (Pan American Health Organization). Crucell heeft een marktaandeel van meer dan 50% naar deze afnemers. Onlangs werd met UNICEF een nieuw contract ter waarde van \$ 130 miljoen afgesloten. De markt voor vaccins en antistoffen groeit de komende jaren met gemiddeld 15% per jaar. Crucell overtreft deze groei: de omzetgroei in het eerste kwartaal van 2008 kwam uit op +36%, waarbij het aantal verkochte Quinvaxem doosjes met 238% steeg. Naar verwachting zal de prognose voor 2008, luidend een 20% hogere omzet t.o.v. 2007, met het UNICEF-contract eenvoudig te realiseren zijn. Indien de dollar niet teveel terrein verliest, zal later dit jaar een opwaartse winstbijstelling tot de mogelijkheden behoren. De marktconsensus is dat Crucell over 2009 winstgevend zal opereren, gemiddelde taxatie winst per aandeel: € 0,20. Hierbij dient te worden aangetekend, dat Crucell voor een bedrag van € 255 miljoen aan compensabele verliezen nog niet heeft gewaardeerd. Recent is een tax manager aan de staf toegevoegd die deze belangrijke asset (bijna € 4,- per aandeel!) op het juiste moment moet zien te activeren. Met een year-to-date performance van +8% behoort Crucell dit jaar tot de beter presterende aandelen uit de portefeuille. Deze prestatie volgt overigens op een performance van -41% in 2007. Wij menen dat een koers van € 18,- de fair value van Crucell beter benadert. Hiermee resteert nog een opwaarts koerspotentieel van 47%.

Industrieel dienstverlener **Imtech** meldde een viertal verworven opdrachten met een totaalomvang van € 164 miljoen. In de Duitse ICT-markt verwierf Imtech-dochter Fritz und Macziol orders voor hardware en software projecten ter waarde van € 40 miljoen. Eveneens in Duitsland werd van energieconcern RWE de opdracht ontvangen voor de planning en implementatie van een groot deel van de technische infrastructuur in en rond een

nieuw te bouwen conventionele kolengestookte energiecentrale in Hamm in Duitsland. De totale waarde van deze order bedraagt ruim € 31 miljoen en vormt voor Imtech een doorbraak in de markt van grote (800 MW) energiecentrales. Een tweede order van RWE ter waarde van € 32,5 miljoen voor een nieuwe kolengestookte energiecentrale in de Eemshaven in Nederland wordt begin 2009 verwacht. In Spanje werden opdrachten ter waarde van ruim € 46 miljoen ontvangen voor technische oplossingen in nieuwbouw en maintenance projecten in de gebouwenmarkt. Op de Spaanse onderhoudsmarkt voor gebouwen, die wordt gedomineerd door grote aannemers, is duidelijk behoefte aan een professioneel technische dienstverlener die maintenance van technische oplossingen als kernactiviteit heeft. Deze behoefte leidt ertoe dat Imtech's maintenance services unit zich uitstekend ontwikkelt, mede door de lancering van een nieuwe onderhoudsfilosofie. De orderportefeuille neemt snel toe met orders van nieuwe klanten als Grupo Sar, Bami Newco en National Institute of Physical Education of Cataluna. Tenslotte ontving Imtech opdrachten voor technische oplossingen in milieugerelateerde markten in Nederland en het Verenigd Koninkrijk. Het gaat om opdrachten in de riolerings- en waterindustrie met een totale waarde van ruim € 47 miljoen. Imtech ontwikkelt zich snel tot een sterke speler in dit groeiend marktsegment, waarbij technologie steeds vaker wordt ingezet om aan hoge milieu-eisen te voldoen. In de riolerings- en waterindustrie is de toegevoegde waarde van Imtech groot. Dit komt doordat Imtech als één van de weinige marktpartijen in staat is complete technologische knowhow (milieu- en procestechnologie, hightech besturing, automatisering, piping) te koppelen aan kennis van primaire en secundaire processen bij de klant. Dit leidt tot bijzondere samenwerkingsverbanden, bij voorbeeld een langdurig contract tot 2015 met Dwr Cymru Welsh Water (voor de complete milieuvriendelijke afvalwaterzuivering in Wales) en een samenwerking tot 2009 met Anglian Water Services (voor het milieuvriendelijk behandelen, reinigen en verrijken van slib dat achterblijft na waterzuivering en dat via biogasverbranding in energie wordt omgezet).

Het business model van Imtech lijkt al met al steeds meer aan te slaan. Dit gaat niet ongemerkt voorbij ter beurze. Het aandeel heeft sinds het dieptepunt op 22 januari (koers toen: € 10,34!) een imposante koersstijging doorgemaakt en noteert thans € 18,50. Op deze koers wordt momenteel 12 maal de verwachte winst per aandeel (€ 1,55) voor Imtech betaald, hetgeen niet als overdreven hoog kan worden aangemerkt.

Op de jaarvergadering van **HES Beheer** uitte bestuursvoorzitter Harmen Sliep zich in positieve bewoordingen ten aanzien van het lopende boekjaar. Er wordt een groei van de omzet voorzien (2007: € 69,1 miljoen, +6% t.o.v. 2006) en een verdere verbetering van het genormaliseerde resultaat na belastingen (2007: € 12,1 miljoen, +38% t.o.v. 2006). Dit moet leiden tot een nieuwe recordwinst, voor het achtste jaar op rij. Sliep schetste een prima perspectief voor de langere termijn. De marktvooruitzichten voor kolen en natte bulk werden als goed gekenschetst, waarbij de deelnemingen van HES in toenemende mate profijt trekken van de toplocaties waar men is gevestigd. Wij taxeren een winst per aandeel 2008 van € 1,60 tegen € 1,39 (+15%) in 2007. HES hanteert een pay out van 50% zodat het dividend met € 0,10 zal worden verhoogd tot € 0,80 per aandeel. Op de huidige koers van € 25,- bedraagt de koers/winstverhouding 15,6 en komt het dividendrendement op 3,2%. Het aandeel HES Beheer toont al jaren een indrukwekkende waardegroei. In 2007 werd een koersstijging van 59% gerealiseerd, terwijl dit jaar de teller alweer op +11% staat.

**Ordina** werkt met circa 5.700 mensen binnen de Nederlandse en Belgische markt aan de verbetering van bedrijfsprocessen. Zij doet dit door te adviseren, ondersteunende applicaties te ontwikkelen of door complete processen, inclusief ICT, over te nemen. In een trading update meldde Ordina dat het jaar 2008 is begonnen met het winnen van een aantal zeer grote en aansprekende opdrachten bij onder meer de Immigratie en Naturalisatiedienst en het Ministerie van Landbouw, Natuur en Voedselkwaliteit. Er was gedurende de eerste maanden van het jaar sprake van een gezond investeringsklimaat voor vraagstukken op het gebied van Consulting, ICT en Outsourcing. Op dit moment wordt gewerkt aan een bovengemiddeld aantal offertetrajecten voor grote meerjarige opdrachten. Opdrachten die bij gunning een positieve bijdrage leveren aan de performance op de middellange termijn. Ordina handhaafde de eerder afgegeven prognose om over geheel 2008 een

omzetgroei te realiseren van tenminste 10% onder gelijktijdige lichte verbetering van de relatieve operationele marge, uitgaande van een aanhoudend gezond investeringsklimaat in de Benelux-markt. In de eerste jaarhelft zal sprake zijn van een bovengemiddelde omzetgroei ten opzichte van de eerste helft van 2007, terwijl de relatieve operationele marge in het eerste halfjaar naar verwachting enige druk zal ondervinden. Dit wordt met name veroorzaakt door bovengemiddelde commerciële inspanningen die, ook door professionals, worden geleverd op lopende tenders. Daarnaast is er sprake van enige tijdelijke druk op de productiviteit tengevolge van de opstart van eerdergenoemde grote nieuwe opdrachten. Hieronder valt onder andere een overeenkomst met Loyalis, onderdeel van de APG Groep, waarmee Ordina haar prominente positie op de BPO (Business Process Outsourcing) markt voor dienstverlening op het gebied van beleggersgiro administraties verder versterkte. Later deze maand wordt vermoedelijk uitsluitel gegeven over de mogelijkheid dat Ordina de niet-kernactiviteiten van PinkRocade/Getronics overneemt van KPN. In concurrentie met onder andere Cap Gemini, Atos Origin en Logica worden biedingen uitgebracht op de bedrijfsonderdelen Business Application Services (BAS), Healthcare software en Local Government. Er zijn verschillende scenario's, waarbij de totaalprijs van de te verwerven activiteiten in de bandbreedte van € 250 – 300 miljoen ligt. Indien Ordina alle activiteiten overneemt, zal een uitgifte van nieuwe aandelen van circa 10% van het uitstaande aandelenkapitaal benodigd zijn. In het geval Ordina slechts de BAS-activiteit acquireert, behoeven in beginsel geen nieuwe aandelen te worden geëmitteerd. Het is bij dit alles duidelijk dat de balansverhoudingen van Ordina zullen worden opgerekt, het risicoprofiel zal derhalve hoger worden ingeschaald. Anderzijds verwerft Ordina de onbetwiste nummer 1 positie op de Nederlandse ICT-dienstverleningsmarkt met een omzet van meer dan € 1 miljard indien alle PinkRocade-activiteiten worden overgenomen. Gegeven de zeer bescheiden waardering van de onderneming – koers/winst verhouding < 10, EV/EBITDA circa 5, > 20% ondergewaardeerd in vergelijking met de peer group – alsmede het solide track record van het management, voorzien wij een interessant koerspotentieel voor Ordina. In het scenario dat Ordina erin slaagt de PinkRocade-activiteiten geheel of gedeeltelijk te verwerven tegen acceptabele financieringsvoorwaarden, zal de beurswaardering onzes inziens met 20-25% kunnen vermeerderen naar € 13 à 13,50. Dit geeft een opwaarts koerspotentieel van ruim 20%.

**Pan-European Hotel Acquisition Company (PEHAC)** rapporteerde een netto winst van € 862.860 over het boekjaar 2007. De zogenaamde blank cheque company noteerde dit resultaat over de periode 27 februari (start van de onderneming) – 31 december. Over het eerste kwartaal van 2008 werd een resultaat van € 880.422,- verantwoord. Deze resultaten komen uitsluitend voort uit opgelopen interestinkomsten, omdat PEHAC tot op heden geen acquisities heeft kunnen afronden. Binnen twee weken worden hieromtrent nadere mededelingen verwacht. Per ultimo maart was een bedrag van € 114,9 miljoen beschikbaar op de escrow-rekening, overeenkomend met € 7,99 per aandeel. De beurskoers van PEHAC noteert op € 7,00 een onderwaardering van 12%. Het Add Value Fund houdt een belang van 187.500 aandelen en 234.743 warrants PEHAC. Deze warrants geven gedurende vier jaar recht op de aankoop van één aandeel PEHAC tegen een koers van € 5,- tot uiterlijk 19 juli 2011.

Op de jaarvergadering meldde **ICT Automatisering** dat de omzet over het eerste halfjaar 2008 naar verwachting een stijging van 10% ten opzichte van de eerste helft van 2007 zal laten zien. Deze stijging zal in gelijke mate uit autonome groei en groei door acquisities voortkomen. De netto winst zal over deze periode naar verwachting een stijging van 15 tot 20% laten zien ten opzichte van dezelfde periode in 2007. Gedurende het eerste kwartaal van 2008 werden de ontwikkelingen die zich aftekenden in de tweede helft van 2007 voortgezet. Voor de divisie ICT Embedded betekende dit dat de nadruk lag op een herstel van de bezettingsgraad. Hierbij werd goede voortgang geboekt. Voor ICT Solutions speelde de krapte op de arbeidsmarkt ook in het eerste kwartaal een belangrijke rol. Binnen deze divisie bleven de omstandigheden voor de branche Communications & MultiMedia gedurende de eerste maanden van het jaar moeilijk. Inmiddels is besloten de internationale marktbenadering voor deze branche te verlaten en de focus te verleggen naar de binnenlandse markt. De groei van de activiteiten in Duitsland bleef

onverminderd sterk. Wij taxeren een winst per aandeel 2008 van € 0,85 (2007: € 0,74), waarmee de aandelen < 10 maal de verwachte winst worden gewaardeerd bij een dividendrendement van 7,4%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 mei 2008 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Aalberts Industries	7,2%
Nedap	7,0%
BAM Groep	6,6%
Exact Holding	5,8%
Unit 4 Agresso	5,8%
TKH Group	5,6%
Draka Holding	5,5%
DNC De Nederlanden Compagnie	4,9%
Brunel International	4,6%
Neways Electronics	4,4%
Overige 15 ondernemingen	40,7%
Liquiditeiten en overige	1,9%
Totaal	100,0%

Vooruitzichten

Gedurende de zomermaanden voorzien wij per saldo een zijwaartse koersbeweging. Bij absentie van bedrijfsnieuws zullen de koersbewegingen worden ingegeven door de macro-economische ontwikkelingen. Begin juni zorgde een zwak werkloosheidscijfer in de Verenigde Staten in combinatie met een sterk oplopende olieprijs en een weer verzwakkende dollar voor een koerscorrectie in de aandelenmarkt. Daarnaast neemt de perceptie van een structurele terugkeer van het thema "Inflatie" meer en meer bezit van de markt. Een opmerking van ECB-voorzitter Trichet dat een verhoging van de rentetarieven later dit jaar niet mag worden uitgesloten, ondersteunde deze marktverwachting. Ten aanzien van onze portefeuilleselectie heeft dit als consequentie dat wij nog strenger de risico/rendement-afweging zullen maken. Vooralsnog hebben wij het liquide percentage in de eerste week van juni licht verhoogd tot circa 3% van de portefeuille-omvang. Uit contacten met de ondernemingen uit onze portefeuille handhaven wij evenwel de visie dat 2008 met een positief beleggingsresultaat moet kunnen worden afgesloten.

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 juni 2008

---

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen