

MAANDBERICHT OVER JULI 2013

Inleiding

Na de zwakke performance van de voorgaande maand bracht juli een krachtig technisch herstel op aandelenmarkten. De dreiging van een verkrappende Fed bleek bij nader inzien niet zo groot te zijn als aanvankelijk verwacht. De AEX-index steeg 7,3% naar 369,81, de Amsterdam Midkap-index won 3,9% op 544,56, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 3,9% toevoegde op 456,56.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 2,1% van € 27,70 naar € 28,28. Per 1 augustus 2013 is voor een bedrag van € 39,4 miljoen belegd in 12 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt eveneens € 39,4 miljoen, zodat er sprake is van een nagenoeg volbelegde portefeuille.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 augustus 2013 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 28,14
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 28,28
Fondsvermogen	€ 39.396.830
Aantal uitstaande aandelen	1.393.078

De rendementsvergelijking (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van netto dividenden (vanaf 1 februari 2007):

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	-6,65	+22,72
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+10,26	-6,51
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+5,26	-3,72
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+14,26	-17,50

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/07/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/07/2013)

Peildatum: 31/07/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Aalberts Industries	+47,3	+14,4	+11,3	+10,3
2.	UNIT4	+34,2	+3,0	-1,9	+ 2,1
3.	Acomo	+28,7	+7,0	-6,8	+ 8,7
4.	Kendrion	+28,5	+12,0	+11,4	+ 4,1
5.	TKH Group	+25,9	+2,9	+0,4	+ 4,7
6.	Nedap	+19,4	-5,4	-7,4	-3,4
7.	Brunel International	+16,9	-8,2	+12,6	+12,0
8.	Hunter Douglas	+ 5,3	-6,1	0,0	+ 0,5
9.	Koninklijke TenCate	-4,7	-9,2	-1,6	+ 0,6
10.	ASM International	- 23,2	-19,3	-6,5	-8,6
11.	Neways Electronics	- 25,3	-20,0	+0,4	+6,4
12.	Royal Imtech	- 77,9	-76,5	-45,7	-18,9

- In juli realiseerden 9 van de 12 deelnemingen (= 75%) een positieve koersperformance. Hierbij past de aantekening dat **ASM International** in juli een kapitaalrestitutie van € 4,25 per aandeel uitkeerde, waarvoor gecorrigeerd er feitelijk een koersappreciatie van 7,8% werd geboekt. Op een 12-maands basis noteren 8 van de 12 ondernemingen (= 67%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand lag de beurskoers van **Royal Imtech** eens te meer zwaar onder druk, nadat de onderneming een extra voorziening moest nemen voor aanvullende reorganisaties in de Benelux en in de maritieme divisie;
- Twee ondernemingen noteren op jaarbasis een aanzienlijke negatieve totaalopbrengst. Onze qua omvang kleinste positie **Neways Electronics International** beschouwen wij als een *non-core holding*. Voor Royal Imtech zien wij na afronding van de claimemissie op termijn een behoorlijk herstelpotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In juli hebben wij ingeschreven op de claimemissie van **Royal Imtech**, waarbij vier nieuwe aandelen à € 1,40 werden verkregen voor elk oorspronkelijk aandeel Royal Imtech. Onze oorspronkelijke positie, ad 375.000 aandelen, hebben wij in de verslagmaand verkocht, mede omdat de waardering van de 'oude' aandelen een premie deed boven de waardering van de 'nieuwe' aandelen. Daarmee bezit het Fonds thans 1.500.000 aandelen Royal Imtech.

Bedrijfsnieuws

De opbrengsten van **Nedap** (technische oplossingen voor zakelijke en maatschappelijke instellingen) waren over het eerste halfjaar 2013 met € 82,0 miljoen nagenoeg gelijk aan het zeer goede eerste halfjaar 2012 (€ 83,7 miljoen). Ook de toegevoegde waarde was met € 57,2 miljoen vrijwel gelijk (H1 2012: € 56,5 miljoen). De winst na belastingen daalde – als gevolg van de samenstelling van de opbrengsten en verdere investeringen in vernieuwing en in de verkooporganisatie – van € 6,6 miljoen naar € 5,1 miljoen en bedroeg daarmee 6,2% van de opbrengsten (H1 2012: 7,9%).

De marktgroepen Automatic Vehicle Identification (AVI), Energy Systems, Healthcare en Retail realiseerden in het eerste halfjaar 2013 hogere opbrengsten dan in de overeenkomstige periode van 2012. Naast de verwachte daling bij Library Solutions bleven ook de opbrengsten van de marktgroepen Livestock Management (voorheen: Agri) en Light Controls achter. De opbrengsten van de marktgroep Security Management bleven ongeveer gelijk. Gezien het activiteitsniveau binnen de Nedap-organisatie in het afgelopen jaar was rekening gehouden met een stijging van de totaalopbrengsten. Als gevolg van onzekere economische situaties in vele delen van de wereld werden echter bijna alle

marktgroepen – vooral de laatste paar maanden – geconfronteerd met meer afwachtende markten dan voorzien. Opgedragen werden doorgeschoven, beslissingstrajecten verlengd, investeringsstops afgekondigd. Deze ontwikkeling leidde ook tot een hoger werkkapitaal. Door voortgaande mondialisering van de activiteiten en door het verder versterken van de ontwikkelings-, verkoop- en marketinggroepen, is het aantal medewerkers in het eerste halfjaar 2013 verder toegenomen. Dit aantal steeg met 46 naar 755 medewerkers (+6,5%) – 731 fte. De bedrijfswinst kwam uit op 7,4% van de opbrengsten (H1 2012: 10,0%). De winst per aandeel kwam uit op € 0,75 (H1 2012: € 0,98). Ondanks genoemde investeringen en verhoging van het werkkapitaal bleef de solvabiliteit met 38,4% vrijwel gelijk (H1 2012: 38,1%). Door voortdurende investeringen in vernieuwing en verkoop is het onderscheidend vermogen van de Nedap-proposities in de afgelopen jaren verder toegenomen en zijn deze posities in de verschillende markten versterkt. Dit zorgt ervoor dat de toekomst met vertrouwen tegemoet wordt gezien en dat een gezonde groei van de organisatie wordt verwacht. De voorspelbaarheid van opbrengsten en resultaat op korte en middellange termijn wordt echter niet bevorderd door de onzekere en volatiele economische omstandigheden in een aantal, voor Nedap relevante, regio's en sectoren. Ook het projectmatige karakter van een groot deel van de opbrengsten draagt hiertoe niet bij. Voor het tweede halfjaar van 2013 verwacht het management op dit moment eenzelfde bedrag aan opbrengsten als de overeenkomstige periode van 2012. Over het resultaat voor het gehele jaar doet men – gezien de vele onzekerheden – momenteel geen uitspraak. Wij verlagen onze winsttaxatie 2013 van € 2,00 naar € 1,75 per aandeel (2012: € 2,01) en voorzien voor 2014 een terugkeer naar het winstniveau van 2012. Dit impliceert dat het patroon van winstgroei bij Nedap tijdelijk temporeert, hetgeen gezien de combinatie van trage economische groei in Europa en de gewenste opschaling van de interne organisatie, niet als een grote verrassing komt. Inhoudelijk staat de Investment Case recht overeind. Het aantrekkelijke dividendrendement van 4,3% – op basis van een pay out van circa 75% – vormt daarbij een belangrijke steun.

Aalberts Industries (Industrial Services & Flow Control) heeft overeenstemming bereikt tot overname van 100% van de aandelen van GtO Slovakia s.r.o. (GtO), actief op het gebied van oppervlaktebehandelingen, met een productiefaciliteit bij Roznava, Slowakije. GtO werkt al nauw samen met Aalberts-dochter Galvanotechnik Baum GmbH in Zwönitz, Duitsland, overgenomen in 2011 met een jaaromzet van € 21 miljoen. Beide ondernemingen zijn gespecialiseerd in oppervlaktebehandelingen met zink en zink-nikkel in de Duitse en Oost-Europese markten ter bescherming van systemen tegen corrosie. Deze technologie wordt wereldwijd toegepast in onder meer de automobiellindustrie. De overname van GtO met circa 30 medewerkers en een huidige productiecapaciteit van meer dan € 5 miljoen geeft Baum – in combinatie met GtO – de mogelijkheid in de aantrekkelijke Duitse en Oost-Europese groeiemarkten een gezamenlijke omzet van meer dan € 40 miljoen te behalen in de komende jaren. GtO's bestaande management zal de onderneming blijven leiden en zal rapporteren aan het management van Baum.

De acquisitie zal worden geconsolideerd vanaf 1 juli jl. en wordt gefinancierd uit bestaande kredietfaciliteiten. Op 15 augustus a.s. rapporteert Aalberts Industries de halfjaarcijfers. Wij houden rekening met licht lagere resultaten over de eerste zes maanden, maar menen dat Aalberts Industries over geheel 2013 een hoger resultaat moet kunnen realiseren. Wij hanteren een winst per aandeel 2013 van € 1,45 (2012: € 1,40), waarmee de aandelen Aalberts Industries tegen de huidige beurskoers van € 19,30 op 13,3 maal de verwachte winst worden gewaardeerd.

ASM International (toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie) publiceerde beter dan verwachte halfjaarcijfers. Gesteund door een sterke vraag naar (PE)ALD werd een omzet van € 129 miljoen gerapporteerd, hetgeen fors hoger was dan de geschatte € 100 miljoen van de consensus-schatting. Het orderboek van € 128 miljoen lag ook beduidend boven de marktverwachting van € 115 – 120 miljoen. De brutomarge van 39,3% lag aan de onderkant van het verwachtingspatroon. De EBIT steeg van € 1,1 miljoen in Q1 2013 naar € 16,2 miljoen in Q2 2013. Nu (PE)ALD steeds meer de standaard lijkt te worden voor de logic en foundry klanten is een periode van sterke groei in het Front-end segment aannemelijk. Daartegenover stond een tegenvallende ontwikkeling van de Back-end activiteiten. Weliswaar rapporteerde ASM PT, waarin ASMI nog een minderheidsbelang van 40% houdt, in het tweede kwartaal 2013 een cyclische omzetstijging van 34% ten opzichte van het eerste kwartaal, de gerealiseerde brutomarge van 33% bleef echter sterk achter bij de verwachtingen. Ook het voorgestelde slotdividend van HK\$ 0,35 per aandeel was een teleurstelling, waar algemeen werd uitgegaan van een taxatie van HK\$ 0,75 per aandeel. Het 40%-belang in ASM PT

vertegenwoordigt tegen de huidige beurskoers van circa HK\$ 86,- een waarde van circa € 21,- per aandeel ASMI. Daarmee wordt nog altijd een bescheiden waarde toegekend aan de front-end activiteiten die een steeds duidelijker tastbare waarde vertegenwoordigen. Echter, de zwakke operationele performance van Back-end maakt analisten huiverig voor wat betreft de stevige beurswaardering van de aandelen ASM PT, die circa 28 – 31 keer de verwachte winst 2013 doen. Gegeven deze situatie achten wij de kans groot dat ASMI in september a.s. nogmaals een pakket van 10% in ASM PT zal verkopen en de opbrengst (deels) belastingvrij – in de vorm van een kapitaalsrestitutie – zal uitkeren aan aandeelhouders. Inkoop van eigen aandelen sluiten wij ook niet uit. Tegen deze achtergrond achten wij de huidige beurskoers van ASM International van € 24,25 niet overdreven hoog, gezien de nog altijd absoluut lage waarde die wordt toegekend aan de nu snel groeiende front-end tak.

Textieltechnologiegroep **Koninklijke TenCate** rapporteerde halfjaarcijfers die licht achterbleven bij de marktconsensus. Dit was deels het gevolg van het uitblijven van orders voor het hoogrenderende Defender M-materiaal (brandwerende vezels voor legeruniformen) vanuit de Verenigde Staten. Ook was er een zwakke markt in Europa op het gebied van Armour Composites en bleven de verkopen in Azië in Geosynthetics achter door de uitstel van opdrachten als gevolg van verkiezingen in Maleisië. De groepsomzet daalde in de eerste zes maanden van 2013 met 5% naar € 514 miljoen, terwijl de EBITA met 8% terugliep tot € 29 miljoen. Positief was de scherpe daling van de netto rentedragende schuld met € 74 miljoen naar € 238 miljoen. Ondanks de overname van Amber Composites in de eerste helft van het jaar zorgden de operationele kasstroom en de focus op het werkkapitaal voor een reductie van de netto rentedragende schuld. De Net Debt/EBITDA kwam uit op 2,8 en bevindt zich daarmee ruim binnen het convenant. De marktomstandigheden in de tweede helft van het jaar blijven naar verwachting uitdagend als gevolg van voortdurende druk op de overheidsuitgaven. Niettemin is TenCate gematigd positief ten aanzien van de vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar. Binnen de sector Advanced Textiles & Composites bestaat een positiever beeld ten aanzien van de tweede jaarhelft. De omzetgroei van TenCate Protective Fabrics voor beschermende weefsels in de wereldwijde industriële markt zal zich continueren. De leveringen van Defender M aan het Amerikaanse leger blijven naar verwachting op het huidige lage niveau, maar dit was in de tweede helft van 2012 eveneens het geval. De omzet binnen TenCate Advanced Composites van luchtvaartcomposieten voor de Airbus A380 en A350 zal in de tweede helft van het jaar toenemen. De vooruitzichten ten aanzien van de omzetontwikkeling binnen de sector Geosynthetics & Grass zijn voor de tweede helft van het jaar gunstig. De toegenomen bezettingsgraad en kostenbesparingen in de Grass-groep zullen positief bijdragen aan verder winstherstel. Daarnaast is het aannemelijk dat TenCate de komende maanden de eerste contracten voor de productie van thermoplastische composieten voor de auto-industrie wereldkundig zal maken. Delen van de carrosserie, velgen en andere onderdelen worden nu nog vervaardigd van metaal. Het thermoplastische composiet van TenCate is niet alleen sterker dan metaal, het is ook aanzienlijk lichter. Hierdoor kunnen auto's worden gefabriceerd die straks 1-op-40 rijden, volgens TenCate CEO Loek de Vries. Een tweede nieuwe potentiële winstbron is het ABDS-systeem, het anti-bermbommen systeem, dat zich nu in de officiële kwalificatiefase van de Amerikaanse overheidsinstanties bevindt. Naar verwachting zullen Automotive en ABDS aan de basis staan van een autonome winstgroei vanaf 2014. Voor het lopende jaar handhaven wij onze winsttaxatie op € 1,50 (2012: € 0,86), waarmee de aandelen tegen de huidige beurskoers van € 18,- worden gewaardeerd op 12 maal de verwachte winst. Met het oog op de kansrijke innovatieve product portfolio van TenCate achten wij dit een bescheiden waardering.

Royal Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) verraste nogmaals in negatieve zin met een vierde winstwaarschuwing in 2013. Tijdens de voorbereidingen op het vaststellen van de halfjaarcijfers, die op dinsdag 27 augustus zullen worden gepresenteerd, heeft het management besloten tot het treffen van voorzieningen van in totaal € 40 miljoen. Dit mede tegen de achtergrond van een aanhoudend zwakke performance van de divisies Duitsland & Oost-Europa, Benelux en Marine in juni, alsmede de komst van nieuw lokaal management dat nog eens kritisch naar de verschillende portfolio's heeft gekeken. Dit laatste heeft geleid tot een voorziening van € 15 miljoen voor waarde-aanpassingen en voorziene verliezen op projecten in de Benelux als gevolg van volume- en prijsdruk in de gebouwen- en infrastructuurmarkten. Bij Marine leidden lagere volumes in combinatie met een nog te hoge kostenbasis tot voorzieningen ten bedrage van € 25 miljoen, in welk bedrag eveneens waarde-aanpassingen en voorziene verliezen op projecten zijn begrepen. In dit kader zal Imtech per medio 2013 de goodwill impairment tests van de divisies Benelux en

Marine aanpassen. Voor Imtech Benelux staat een bescheiden bedrag van € 38 miljoenen aan goodwill op de balans en voor de Marine divisie een aanzienlijk hoger bedrag van € 100 miljoen.

Voorvoemde acties volgen op reeds eerder aangekondigde reorganisatiemaatregelen in de genoemde divisies. Dit behelst een verlaging van het aantal fte's in Duitsland met 550 banen, alsmede een indirecte kostenbesparing van circa € 40 miljoen in de komende drie jaar, voortkomend uit het stopzetten/annuleren van meerdere commerciële overeenkomsten. Bij Imtech Benelux betreft het een banenreductie van 550 fte's, welke inmiddels grotendeels is afgerond, terwijl bij Imtech Marine 140 fte's komen te vervallen, welke reorganisatie in de tweede helft van dit jaar zal worden afgerond.

Van het met deze reorganisaties gemoeide bedrag van € 80 miljoen zal circa € 42 miljoen ten laste van het eerste halfjaar worden gebracht en circa € 38 miljoen ten laste van H2 2013. Ten aanzien van de € 110 miljoen kosten, verbonden aan de financiële herstructurering, zal circa € 65 miljoen ten laste van het resultaat over de eerste zes maanden worden gebracht, waarvan circa € 25 miljoen via de W&V-rekening zal lopen en circa € 40 miljoen zal worden geactiveerd op de balans. Ter versterking van deze balans is Imtech voornemens om voor een bedrag van € 30 miljoen cumulatieve financieringsprefs te plaatsen bij ING en Rabobank (jaarlijks dividendrendement: 4,48%) die te zijner tijd kunnen worden omgezet in gewone aandelen. Tenslotte maakte Imtech ongeclausuleerd bekend andere maatregelen te overwegen ter versterking van de balans en reductie van de schuldpositie. Hierbij moet worden gedacht aan de verkoop van specifieke assets, business units of zelfs gehele divisies.

Conclusie: De vierde winstwaarschuwing in 2013 maakt duidelijk dat de nieuwe Raad van Bestuur in het lopende jaar schoon schip wil maken in de portfolio van Royal Imtech, zodat in 2014 naar verwachting geen nieuwe ingrepen in de bedrijfsstructuur noodzakelijk zullen zijn. De omvang van de nu gepresenteerde ingrepen is echter dusdanig dat de 4:1 aandelenemissie die zojuist is afgerond niet langer toereikend is om de onderneming op het gebied van balansratio's in veilige haven te brengen. De door het management gepresenteerde overweging om andere maatregelen te nemen om de balans te versterken en de schuldpositie te verkleinen dient in deze context te worden gelezen. Een en ander impliceert dat de winstprognoses voor 2014 en 2015 met meer onzekerheid zijn omgeven dan vóór de vierde winstwaarschuwing het geval was. Er zal nu sowieso rekening moeten worden gehouden met een grotere verwatering dan aanvankelijk verwacht in verband met de uitgifte van de converteerbare cumulatieve financieringsprefs. Afstoting binnen afzienbare termijn van assets, business units en/of een of meer divisies zal enerzijds leiden tot een lagere winstbijdrage maar anderzijds verlichting van de schuldenlast en de werkkapitaalproblematiek brengen. Overigens is een dergelijke afstoting niet in 2013 te verwachten. Tijdens de EGM van vrijdag 2 augustus jl. meldde CEO Gerard van de Aast weliswaar geregeld te zijn benaderd om bedrijfsonderdelen te verkopen, maar dat hij totnuoe steeds 'nee' heeft verkocht. Het Imtech-bestuur wenst eerst het eigen 'Plan A'ten uitvoer te brengen, dat bestaat uit:

- succesvol ten uitvoer brengen van de claimemissie (intussen gerealiseerd), waardoor de schuldenlast naar houdbare proporties wordt teruggebracht;
- operationele verbetering, hetgeen in 2013 gepaard gaat met noodzakelijke herstructureringen;
- een rigide cashflowverbeteringsprogramma.

Mochten de resultaten van dit 'Plan A' onvoldoende resultaat opleveren, dan lijkt begin 2014 'Plan B' in beeld te kunnen komen, waarbij de genoemde verkoop van bedrijfsonderdelen soelaas moet bieden. Al met al heeft Royal Imtech een roerige periode voor de boeg. Daarbij zullen er ook stilaan positieve signalen komen. Zo meldde Van de Aast dat er zicht is op het binnenhalen van een grote opdracht ter waarde van enkele honderden miljoenen euro's. Hiervoor is evenwel expliciet toestemming benodigd van de nieuwe Raad van Commissarissen, onder voorzitterschap van Kees van Lede, die zich extra zal vergewissen van de risico's van een dergelijke order.

Vooralsnog hanteren wij een winst per aandeel van € 0,20 voor boekjaar 2014 en van € 0,25 voor 2015, van uitgaande dat er voor die tijd geen bedrijfsonderdelen worden verkocht. Op basis van deze taxaties menen wij dat de huidige beurskoers van € 1,94 de aandelen Royal Imtech bescheiden waardeert. Hierbij past direct de aantekening dat aanvullende reorganisaties in de tweede helft van 2013, weliswaar niet aannemelijk zijn, maar ook weer niet geheel mogen worden uitgesloten.

Tenslotte maken wij melding van het feit dat wij ons, namens het Add Value Fund, hebben aangesloten bij Deminor Damage Recovery Services om een vergoeding te krijgen voor de schade die is geleden op de positie in aandelen Royal Imtech. Deminor is de toonaangevende Europese onderneming inzake aandeelhoudersactivisme, beleggersbescherming, het terugwinnen van geleden verliezen en corporate governance. Voor meer informatie kunt u hun website www.deminor.com raadplegen. Wij zullen u op de hoogte houden, zover juridisch is toegestaan, van de vorderingen in deze zaak.

TKH Group (technische oplossingen) maakte bekend dat zij overeenstemming heeft bereikt met betrekking tot de overname van 100% van de aandelen in Park Assist, gevestigd in New York City. Park Assist is een innovatief vision-technologiebedrijf dat zich richt op technologie-oplossingen op het gebied van parkeerbeheer, met vestigingen in New York City, Australië en het Verenigd Koninkrijk. Met de overname van Park Assist breidt TKH Group haar geografische positie in Noord-Amerika en Australië uit en verwerft ze specifieke video analytics-technologie voor de parkeermarkt, hetgeen een fraaie toevoeging is aan haar bestaande technologieën voor parkeeroplossingen. Park Assist maakt in haar oplossingen gebruik van eigen ontwikkelde video-analytics-technologie, gericht op het monitoren van parkeerplaatsen en op het stroomlijnen van verkeer in parkeergarages waardoor de efficiency, het gebruik en de aantrekkelijkheid van het parkeren toeneemt. Door toegang te krijgen tot de technologieën van de TKH Group is Park Assist in staat om complete parkeeroplossingen in haar bestaande markten aan te bieden. Via het TKH-netwerk en TKH's sterke geografische aanwezigheid in Europa en Azië is het voor Park Assist mogelijk om een versnelling aan te brengen in de groei en uitbreiding van haar marktpositie in deze gebieden.

Park Assist realiseert met 36 medewerkers (fte) een omzet van ruim € 15 miljoen op jaarbasis. De activiteiten zullen binnen TKH deel uitmaken van het subsegment vision & security systems binnen het business-segment Building Solutions.

De overname zal uit de beschikbare middelen worden gefinancierd. Verwacht wordt dat de overname van Park Assist vanaf het derde kwartaal 2013 positief zal bijdragen aan de winst per aandeel van TKH Group.

Wij handhaven vooralsnog onze taxatie van de winst per aandeel 2013 op € 1,55 (2012: € 1,28), waarmee de aandelen TKH Group tegen de huidige beurskoers van € 20,- worden gewaardeerd op 12,9 maal de verwachte winst. Op woensdag 21 augustus a.s. publiceert TKH Group de halfjaarcijfers.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 augustus 2013 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	14,5%
Nedap	13,4%
Hunter Douglas	13,0%
Brunel International	10,6%
Acomo	10,0%
Aalberts Industries	9,6%
ASM International	7,2%
Royal Imtech	6,9%
Koninklijke TenCate	6,9%
TKH Group	3,7%
Liquiditeiten en overige	4,2%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De maand augustus ging van start met licht hogere beurskoersen vanwege een aanhoudend sterk marktsentiment in met name de Verenigde Staten. Over het algemeen blijven de tot op heden gerapporteerde halfjaarcijfers van de Nederlandse small- en midcaps licht achter bij de marktconsensus. Daarentegen lijken de vooruitzichten op een beter tweede halfjaar te zijn verbeterd.

Op termijn achten wij de perspectieven voor een juiste selectie van eersteklas Nederlandse small- en midcaps absoluut superieur aan die van vastrentende equivalenten. Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het lopende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen koers/winstverhouding van circa 14 maal en een bruto dividendrendement van circa 4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 6 augustus 2013