

## MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2011

### Inleiding

In de maand augustus lagen aandelenmarkten wereldwijd fors onder druk door de aanhoudende onzekerheid over de schuldenproblematiek in Europa en de Verenigde Staten. De vrees voor een zogenaamde *double dip* keerde terug bij beleggers. De AEX-Index verloor 11% op 292,93. Vergelijkbare verliezen waren er voor de Amsterdam Midcap Index (-11,6% op 489,64) en de Amsterdam Smallcap Index (-9,9% op 431,26). De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 11,5% van € 28,95 naar € 25,62. Over de eerste acht maanden van 2011 bedraagt het netto beleggingsresultaat van het Fonds -18,4%.

Per 1 september 2011 is voor een bedrag van € 39,8 miljoen belegd in 16 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 39,4 miljoen. Er bestond een debetpositie van 1,2% van het fondsvermogen.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 september 2011 zijn als volgt:

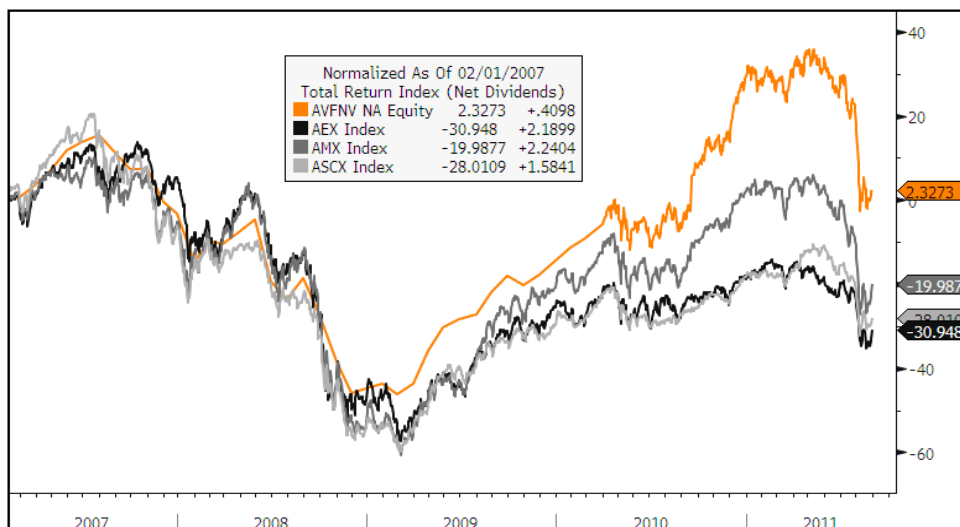
Beurskoers	€ 25,62
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 25,62
Fondsvermogen	€ 39.406.314
Aantal uitstaande aandelen	1.538.258

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*	Cumulatief
<b>Add Value Fund</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-18,43</b>	<b>+5,68</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-14,97	-30,95
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-21,50	-19,99
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-11,93	-28,01

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

\*Peildatum: 31/08/2011



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 30/08/2011)

Peildatum: 31/08/2011

Performance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TMC Group	+50,1	-0,6	-14,2	-11,7
2.	Acomo	+26,7	-1,1	-4,1	+4,9
3.	Koninklijke TenCate	+23,5	-6,4	-14,3	+1,6
4.	HES Beheer	+21,5	+2,0	-7,9	-3,6
5.	Hunter Douglas	+20,3	-4,8	-2,4	+1,4
6.	Aalberts Industries	+16,3	-15,9	-21,0	-4,5
7.	Brunel International	+14,2	-20,0	-27,3	-21,2
8.	Nedap	+13,2	-15,3	-18,2	-16,7
9.	ASM International	+5,9	-37,2	-36,7	-7,2
10.	UNIT4	+4,1	-25,3	-28,3	-21,4
11.	LBI International	+2,3	-23,7	-22,9	-18,2
12.	TKH Group	+1,3	-9,6	-32,3	-22,3
13.	Macintosh Retail	-6,9	-26,3	-23,8	-5,6
14.	Imtech	-8,8	-22,7	-22,6	-10,2
15.	Neways Electronics	-9,2	-25,2	-19,3	-10,0
16.	DPA Group	-64,0	-63,0	-46,2	-40,6

- Op 12-maandbasis noteert het Add Value Fund precies een *double digit return* van 10%. Deze wordt vrij breed gedragen door de core holdings in de portefeuille;
- De zwaarste verliezen in de verslagmaand kwamen voor rekening van ondernemingen die juist een zeer goed winstmomentum tonen, zoals **Brunel International**, **UNIT4** en **TKH Group**. Onze indruk is dat deze koersverliezen het gevolg zijn van gedwongen verkopen van aandelenposities.
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een ruime voorsprong ten opzichte van de relevante Nederlandse marktindices.

Mutaties in de portefeuille

Het belang in **Imtech** werd licht uitgebreid door uitoefening van een deel van de put-optie positie. De positie in **HES Beheer** werd verkocht, omdat de onderneming naar onze mening in relatieve zin is overgewaardeerd ten opzichte van de overige core holdings. Het belang in **UNIT4** werd in bescheiden mate gereduceerd.

Bedrijfsnieuws

**UNIT4** (bedrijfssoftware) rapporteerde halfjaarcijfers die redelijk in lijn lagen met de marktverwachting. De totale omzet nam met 13% toe van € 199,3 miljoen naar € 225,9 miljoen. De EBITDA steeg met 7,3% van € 35,4 miljoen naar € 38,0 miljoen. Het netto resultaat vóór goodwill nam met 49% toe van € 13,9 miljoen tot € 20,7 miljoen. Als gevolg van een sterk eerste kwartaal werd over de eerste zes maanden een iets beter dan begroot resultaat gerealiseerd. Met name de ontwikkeling van Software-as-a-Service ("SaaS") stemde tot tevredenheid. De opbrengsten van deze applicaties stegen met 53% van € 12,4 miljoen naar € 18,9 miljoen. Ondanks de voorsprong op de interne begroting, verhoogde het management van UNIT4 de prognose van het jaarresultaat 2011 niet, dit als gevolg van de recent verslechterde economische vooruitzichten. Op basis van de oorspronkelijke aannames verwacht UNIT4 een EBITDA van € 100 - € 105 miljoen te realiseren; wanneer de aanloopverliezen van SaaS-joint venture FinancialForce.com, buitengewone reorganisatielasten worden inbegrepen, komt het verwachte resultaat op € 90 – 95 miljoen. Beleggers reageerden teleurgesteld op de onveranderde winstprognose en zetten het aandeel in augustus uiteindelijk ruim 21% lager op € 18,20. Wij menen dat deze koerscorrectie overdreven is gezien het recessiebestendige karakter van het business model van UNIT4. Zo wist de onderneming in recessiejaar 2009 7% groei te realiseren. De stormachtige groei van

FinancialForce.com zal bovendien zorgdragen voor een winstversnelling vanaf 2013. Tegen de huidige beurskoers worden de aandelen gewaardeerd op 9,6 maal de verwachte jaarwinst 2011.

**Hunter Douglas** (raambekleding en architectonische producten) rapporteerde zeer tevredenstellende halfjaarresultaten. Omzet en netto winst namen beide ruim 10% toe tot respectievelijk US \$ 1.283 miljoen en US \$ 76,1 miljoen. Per aandeel werd € 1,52 verdiend (2010H1: € 1,46). Behalve een kleine bijdrage uit hoofde van acquisities wordt een belangrijk deel van de groei in Europa en Noord-Amerika (80% van de omzet) behaald door vergroting van het marktaandeel. Daarnaast is er een stevige autonome groei in Azië (met name China en India) en Latijns Amerika. Voor geheel 2011 hebben wij de winsttaxatie verlaagd van € 3,75 naar € 3,50 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 32,50 wordt aldus 9,3 maal de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald bij een verwacht dividendrendement van 4,2%. De onderneming kocht in de periode 1 – 26 augustus in totaal 14.538 eigen aandelen in tegen een gemiddelde koers van € 30,20. Sinds de start van het aankoopprogramma heeft HD intussen voor een bedrag van € 1.021.049,- eigen aandelen ingekocht, ofwel 31.974 aandelen à € 31,93.

De halfjaarcijfers van technisch dienstverlener **Imtech** vielen slecht bij beleggers. Met name de daling van de winst per aandeel van € 0,88 naar € 0,85 (-3%) was een tegenvaller. De overige cijfers waren daarentegen solide als altijd. De opbrengsten vertoonden een stijging van 13% van € 2.025 miljoen naar € 2.292 miljoen, terwijl de EBITA met 12% verbeterde van € 107,5 miljoen tot € 120,5 miljoen. Deze verbetering was 50/50 het gevolg van autonome groei en acquisities. De orderportefeuille steeg met 10% naar een niveau van € 5,7 miljard, hetgeen vertrouwen geeft voor de tweede helft van het jaar. De vraag naar (groene) technologie blijft, ondanks wisselende omstandigheden op de diverse markten, toenemen. Imtech handhaafde de doelstellingen van haar strategisch groeiplan 2015: € 8 miljard opbrengsten bij een operationele EBITA-marge tussen 6 en 7%. Een beurskoers van € 20,20 waardeert het aandeel Imtech thans op minder dan 10 maal de verwachte winst 2011 van € 2,15 (2010: € 2,00). Gezien de bewezen recessie-resistentie van Imtech achten wij dit een zeer bescheiden waardering.

**Nedap** (ontwikkeling en levering van innovatieve en duurzame oplossingen op het gebied van security en elektronische besturingen, alsmede automatisering-, beheer- en informatiesystemen voor organisaties) rapporteerde fraaie halfjaarcijfers. De opbrengsten namen met 14% toe van € 61,1 miljoen tot € 69,6 miljoen. De opbrengstengroei kwam van vrijwel alle marktgroepen, te weten Agri, Automatic Vehicle Identification (AVI), Healthcare, Power Supplies, Retail en Security Management. Zoals verwacht bleven alleen de opbrengsten van de groepen Library Solutions en Specials achter. De autonome opbrengstengroei werd nog getemperd door het geleidelijk, in goed overleg met de afnemers, beëindigen van de benedengemiddeld renderende toeleveringsactiviteiten. Exclusief deze activiteiten bedroeg de autonome groei in het eerste halfjaar 23%. De bedrijfswinst steeg van 5,4% naar 6,6% van de opbrengsten. Daarmee werd het gewenste niveau van 10% nog niet gehaald. Extra kosten om nieuwe producten versneld naar de markt te brengen en de voortdurende componentenschaarste lieten hier hun invloed gelden. De winst voor belastingen nam met 55% toe tot € 4,6 miljoen (2010H1: € 3,0 miljoen). De minder sterke groei van de netto winst, die met 25% steeg van € 3,0 miljoen naar € 3,7 miljoen, werd veroorzaakt door een éénmalige belastingbata in de eerste helft van 2010. Op basis van de huidige positie in de verschillende markten verwacht Nedap voor het gehele jaar 2011, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een verdere groei van opbrengsten en resultaat. Wij taxeren een winst per aandeel 2011 van € 1,60, een stijging van 23% ten opzichte van 2010 toen € 1,30 werd verdiend. Voor 2012 gaan wij uit van een verdere stijging tot € 2,25, waarvoor de sterke uitgangspositie van de verschillende marktgroepen in combinatie met een nog maar bescheiden invloed van de toeleveringsactiviteiten de basis vormt. Nedap hanteert traditioneel een hoog pay out percentage van 75 – 90%, waardoor op basis van onze 2011 winsttaxatie tegen de huidige beurskoers een dividendrendement van 6,2% binnen bereik komt.

Wij hebben recent een Investment Case van Nedap gepubliceerd die kan worden gedownload op [www.addvaluefund.nl](http://www.addvaluefund.nl).

**Brunel International** (detachering van ingenieurs en financiële professionals) stelde niet teleur met de halfjaarcijfers. De omzet steeg met 33% van € 334,9 miljoen naar € 444,7 miljoen, terwijl de EBIT met 73% verbeterde van € 16,0 miljoen tot € 27,7 miljoen. Door een hogere belastingdruk bleef de stijging van de netto winst beperkt tot 66% - van

€ 11,4 miljoen naar € 19,0 miljoen. Met name in de Duitse markt werkte Brunel op volle capaciteit en begint het business model nu vruchten af te werpen. Brunel Energy herstelde zich van de tijdelijke dip van de tweede helft van 2010 en ziet de orderingang op termijn weer toenemen. De Nederlandse markt blijft uitdagend, maar Brunel slaagt erin hier uitstekende resultaten te behalen door marktaandeel te winnen van concurrenten als USG People, Welten en Yacht (dochter Randstad). De winst per aandeel kwam over de eerste helft van 2011 uit op € 0,81 (2010H1: € 0,48). Voor geheel 2011 taxeren wij een winst per aandeel van € 1,95, vrijwel op het recordniveau van 2008. Tegen de huidige beurskoers van € 22,20 wordt derhalve 11,4 maal de getaxeerde winst betaald voor de aandelen Brunel International bij een dividendrendement van 3,6% uitgaand van een ongewijzigd contant dividend van € 0,80 per aandeel. De vooruitzichten voor 2012 zijn met meer dan gemiddelde onzekerheid omgeven. Niettemin gaan wij uit van een verdere stijging van omzet en resultaat, mede op grond van een grotere bijdrage van Brunel Energy waar enkele belangrijke contracten in Australië on stream komen.

**Koninklijke TenCate** (textiele materialen, kunstgras en inkjettechnologie) rapporteerde voortreffelijke halfjaarcijfers. Over de eerste zes maanden steeg de omzet met 30% van € 454,6 miljoen naar € 592,4 miljoen. Tegen constante valutakoersen was sprake van een autonome groei van de omzet van 27% en groeide de EBITA autonoom met 60%. Het bedrijfsresultaat nam met 51% toe van € 33,1 miljoen naar € 50,1 miljoen. De winstgroei was het gevolg van met name de goede performance van de sector Advanced Textiles & Composites. Bij de sector Geosynthetics & Grass was sprake van een daling van de EBITA door enerzijds integratie van de downstreamactiviteiten bij TenCate Grass en anderzijds margedruk bij TenCate Geosynthetics als gevolg van gestegen grondstofkosten. Het positieve effect van doorberekening van deze kostenstijging wordt geleidelijk zichtbaar in de resultaten. TenCate houdt vast aan de eerder uitgesproken positieve marktvooruitzichten, waardoor over geheel 2011 een recordomzet wordt verwacht. Voor wat betreft de positie van TenCate in defensiemarkten is de verwachting dat budgetbesparingen van overheden weinig effect zullen hebben op de toekomstige groeiverwachtingen ten aanzien van TenCate-producten en –systemen. De omzet van TenCate Defender M producten zal in de tweede helft van het jaar naar verwachting enigszins dalen ten opzichte van de eerste zes maanden. Deze daling zal naar verwachting worden gecompenseerd door verdere omzetstijging in TenCate Tecasafe Plus contracten en een voortgaande groei in aerospace- en armourcomposieten. Gelet op de gunstige marktontwikkelingen voor geosynthetics in China is verder geïnvesteerd in additionele productiecapaciteit bij de productielocatie in Zuhai. TenCate Geosynthetics verwacht vooral in China en Zuid-Amerika een hogere omzet te realiseren in vergelijking met het eerste halfjaar. De integratie binnen TenCate Grass zal in de tweede helft van het jaar naar verwachting resulteren in een aanmerkelijke resultaatverbetering. Xennia Technology (inkjettechnologie) zal naar verwachting de groei in de tweede helft van het jaar versterken door een verdere commercialisatie van de ingezette ontwikkelingen. Voor geheel 2011 taxeren wij een winst per aandeel van € 2,50 (2010: € 1,77), waarmee de aandelen TenCate tegen de huidige beurskoers van € 23,80 worden gewaardeerd op slechts 9,5 maal de verwachte winst. Daarnaast is er een getaxeed dividendrendement van 3,4%. Voor 2012 verwachten wij een lichte stijging van het resultaat tot € 2,65 per aandeel. Gezien het sterke portfolio van TenCate achten wij een koersdoel van €30,- in het licht van de heersende onzekerheden een alleszins realistische kwalificatie.

**Amsterdam Commodities** behaalde in het eerste halfjaar 2011 een geconsolideerde omzet van € 271,4 miljoen (2010H1: € 128,5 miljoen) en een netto winst van € 11,7 miljoen tegen € 6,9 miljoen in dezelfde periode van 2010. De stijging van de resultaten was te danken aan de sterke handelsprestaties van alle groepsmaatschappijen, vooral van Catz International, en aan de bijdrage van de in 2010 geacquireerde activiteiten. De winst per aandeel steeg met 46% tot € 0,503 (2010H1: € 0,344) bij een, na conversie van de obligatieleningen, totaal hoger aantal uitstaande aandelen. In mei 2010 werden Van Rees (thee) en Red River Commodities (zaden) overgenomen van Deli Maatschappij en in oktober 2010 volgde de acquisitie van King Nuts en Raaphorst. Deze drie overnames droegen voor het eerst volledig bij aan de groei van omzet en resultaten. Er wordt een interim-dividend van € 0,13 per aandeel uitgekeerd (2010H1: € 0,11). Traditioneel onthield het management zich van een concrete prognose van het jaarresultaat. Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2011 op € 1,00 (2010: € 0,87), waarmee de aandelen Acomo tegen de huidige beurskoers van € 10,45 bescheiden zijn gewaardeerd. Onze taxatie van het dividend van € 0,60 per aandeel verschaft bovendien een aantrekkelijk dividendrendement van 5,7%.

**Neways Electronics International** heeft in de eerste helft van 2011 een omzetstijging van 23% gerealiseerd naar € 143,5 miljoen (2010H1: € 116,9 miljoen). De stijging was vrijwel volledig autonoom. Over bijna de gehele linie van activiteiten in de Electronic Manufacturing Services (EMS) markt was sprake van groei. De netto winst over het eerste halfjaar verdubbelde ruimschoots naar € 3,2 miljoen. In mei en juni verzwakte de marktvraag onder invloed van de macro-economische ontwikkelingen, maar de orderportefeuille bleef met € 68,8 miljoen per ultimo juni op een goed niveau. Ten opzichte van het hoge niveau van 31 maart 2011 kwam de orderportefeuille circa 9% lager uit, terwijl er ten opzichte van 30 juni 2010 sprake was van een stijging met circa 2%. Een en ander zal een drukkend effect hebben op de omzetcijfers in het derde kwartaal. Positief is dat de materiaalproblematiek in de keten zo goed als opgelost is en dat het effect hiervan op de resultaten in de tweede helft van het jaar duidelijk minder groot zal zijn. Om adequaat te kunnen inspelen op de ontwikkelingen in de verschillende marktsegmenten zal in de tweede helft van 2011 sterk worden gestuurd op bezetting en capaciteit. Veel aandacht zal daarbij uitgaan naar behoud van flexibiliteit bij een strikt werkkapitaalbeheer. Ter verbetering van de concurrentiepositie zal de nadruk onverminderd liggen op meer uitbesteding naar de productievestigingen in Oost-Europa en Azië, alsmede de uitbouw van de inkoopactiviteiten in China. Sinds eind juni is de orderportefeuille weer gestegen. Daar staat tegenover dat in de tweede helft van 2011 naar verwachting een nog nader te specificeren éénmalige reorganisatielast wordt genomen om de organisatie van de werkmaatschappij in Kassel (circa 10% van de groepsomzet) aan te passen aan de veranderde marktvraag. Gelet op de recent sterk toegenomen onzekerheid in het wereldwijde economisch sentiment is het uitermate lastig te voorspellen wat met name het vierde kwartaal gaat brengen. Het is dan ook niet zeker of de na het eerste kwartaal uitgesproken verwachting van een ruimschoots hogere omzet en netto winst daadwerkelijk kan worden gerealiseerd. Wij taxeren een winst per aandeel 2011 van € 0,70 (2010: € 0,53). Tegen de huidige beurskoers van € 6,93 is de waardering van de aandelen Neways Electronics al met al als bescheiden te kwalificeren.

Zoals mocht worden verwacht waren de halfjaarcijfers van **TMC Group** (detachering van technische specialisten) van uitstekende kwaliteit. De opbrengsten stegen met ruim 36% naar € 26,3 miljoen, terwijl het bedrijfsresultaat toenam van € 1,8 miljoen tot € 3,97 miljoen, +124%. De vraag naar hoogopgeleide specialisten is groot en het aanbod wordt schaarser. De komende jaren zullen dienstverleners die de juiste kandidaten naar zich toe weten te trekken ook de slag om klanten weten te winnen en zo hun marktaandeel vergroten. Het aantal werkondernemers steeg in het eerste halfjaar van 423 naar 466, een toename van 10%. De winst per aandeel kwam uit op € 0,81 tegen € 0,35 in de eerste helft van 2010. TMC spreekt van een goede uitgangspositie voor de tweede helft van 2011. Wel is duidelijk dat het activiteitsniveau binnen de technologiesector de komende periode onder druk komt te staan. Dit is gebaseerd op signalen uit de markt van onder andere ASML, Philips en TomTom. Wij taxeren een winst per aandeel van minimaal € 1,50 voor het lopende jaar, waarmee de aandelen TMC tegen de huidige beurskoers van € 10,50 op 7 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. Wij voorzien een dividend van € 0,75 per aandeel, hetgeen een dividendrendement van ruim 7% impliceert.

**Telegraaf Media Groep** boekte over het tweede kwartaal van 2011 opbrengsten ter grootte van € 147,0 miljoen, een daling van 2,2% ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder. Het genormaliseerde EBITA-resultaat daalde over deze periode met € 1,6 miljoen naar € 16,2 miljoen, voornamelijk vanwege lagere advertentie- en oplage inkomsten. De advertentie-inkomsten daalden in het tweede kwartaal 2011 met 4,1% naar € 67,2 miljoen. In het tweede kwartaal 2010 was sprake van een positief effect op de advertentie-inkomsten als gevolg van het WK-voetbal. De daling van de advertentie-inkomsten is met name waarneembaar bij de landelijke dagbladen in de categorie nationale merken en diensten. Ook de advertentie-inkomsten van radio stonden onder druk. De internetinkomsten (inclusief Hyves en e-commerce) stegen met ruim 31% naar € 17,6 miljoen. Gezien de huidige economische omstandigheden, waarbij sprake is van afnemend consumenten- en producentenvertrouwen, moet over het hele jaar 2011 rekening worden gehouden met een grotere daling van de genormaliseerde EBITA-marge dan de door TMG eerder geïndiceerde lichte daling. Vanwege de voortdurende druk op de advertentie- en oplagemarkten van voornamelijk de printproducten, neemt TMG waar mogelijk nu en in de toekomst kostenbesparende maatregelen. De volledige implementatie dit jaar van de gezamenlijke dagbladbezorging met NDC en Wegener is daar een voorbeeld van. Daarnaast is ook gestart met een aanscherping van de strategie, met realisatie van groei als uitgangspunt. Naar verwachting wordt uiterlijk aan het begin

van 2012 hierover meer duidelijkheid verschaft. Voor 2011 taxeren wij vooralsnog een winst per aandeel van € 1,10 (2010: € 1,31). Tegen de huidige beurskoers van € 10,70 wordt derhalve iets minder dan 10 maal *depressed earnings* voor de aandelen TMG betaald. Omdat een aangescherpte strategie nog op zich laat wachten, reageerden beleggers teleurgesteld op het interim statement. Dat de directie zich bewust is van de lage beurswaardering bleek vijf dagen na publicatie van het halfjaarbericht. Toen kondigde men een aankoopprogramma van eigen aandelen tot voorlopig maximaal 5% van de uitstaande aandelen aan, overeenkomend met ruim 2,38 miljoen aandelen. In dit kader werd op 30 augustus de aankoop van 200.000 aandelen tegen een koers van € 10,- gemeld. Wij handhaven de positie in TMG in de onderste regionen van de portefeuille op grond van de ontegenzeggelijke waarde van de groep die naar onze mening onvoldoende wordt weerspiegeld in de huidige beurskoers.

**Aalberts Industries** presteerde met een netto omzetgroei van 25% (van € 782 miljoen naar € 973,8 miljoen) en een 41%-stijging van het netto resultaat (van € 51,3 miljoen naar € 72,3 miljoen) over de eerste helft van 2011 beter dan analisten hadden verwacht. Het eerste halfjaar stond in het teken van winstgevende groei, verbetering van de operationele marge en versterking van de marktposities. Over een breed front werden investeringen gedaan – in nieuwe producten, processen en technologieën, intensivering van de verkoopinspanningen, uitbreiding van productiecapaciteit en de opening van nieuwe vestigingen. Bij Industrial Services steeg de netto omzet met 26%; versterkte efficiency door toegenomen volumes leidde tot een aanzienlijke verbetering van de EBITA-marge tot 14,5%. Ook bij Flow Control werd winstgevende groei gerealiseerd. De netto omzet nam met 24% toe en marktposities werden verstevigd. De toegevoegde waarde-marge bleef ondanks de gestegen grondstofprijzen op een solide niveau gehandhaafd. Met de vorig jaar afgeronde acquisitie van Conbraco Industries is goede voortgang gemaakt; de omzet steeg en de EBITA-marge is verbeterd. Het orderboek is goed gevuld en vele projecten dragen ertoe bij dat Aalberts haar afnemers steeds beter met hoogwaardige, innovatieve producten en systemen terzijde staat. De balansverhoudingen zijn onveranderd gezond. Voor geheel 2011 is een verdubbeling van het halfjaarresultaat (2\* € 0,67 per aandeel =) € 1,34 een realistische taxatie. Voor 2012 is de nodige terughoudendheid geboden gezien de heersende onzekerheden. Vooralsnog lijkt een bescheiden groei tot € 1,40 per aandeel een veilige aanname. Tegen de huidige beurskoers van € 12,- word derhalve slechts 8,5 maal de verwachte winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald.

**TKH Group** boekte in de eerste helft van 2011 een omzetstijging van ruim 30% van € 420,6 miljoen naar € 549,3 miljoen, terwijl de EBITA zelfs met 52,5% verbeterde van € 30,4 miljoen tot € 46,3 miljoen. De sterke resultaatstijging werd gerealiseerd ondanks fors hogere kosten ter versterking van marktposities. De R&D-inspanningen binnen met name het security-segment werden verhoogd. Daarnaast is de verkoopkracht binnen Building Solutions verder versterkt door investeringen in de organisatie en door een intensievere samenwerking binnen de TKH-groep. Met name Industrial Solutions presteerde met een omzettoename van 45,9% en een EBITA-verbetering van 52,5% wederom bijzonder sterk. De belastingdruk was met 21,8% belangrijk lager dan in de overeenkomstige periode van 2010 (toen: 29,8%) als gevolg van toepassing van de innovatie-box. Hierin is een éénmalig voordeel over voorgaande jaren begrepen. Genormaliseerd bedraagt de belastingdruk circa 25%. De vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar voor de marktsegmenten waarin TKH opereert laten een wisselend beeld zien. Binnen Telecom Solutions is de orderportefeuille de afgelopen maanden toegenomen en zijn er minder beperkingen ten aanzien van de financiering van nieuwe projecten voor de aanleg van glasvezelnetwerken. Binnen Building Solutions wordt verwacht dat de investeringen in de utiliteitssector binnen Europa verder zullen afnemen. Daartegenover staat dat de innovaties in de TKH-groep op het gebied van security- en energiezuinige systemen perspectief hebben voor marktaandeelgroei en dat er enkele marktsegmenten zijn die groei laten zien, waaronder de markt voor alternatieve energieopwekking. Binnen Industrial Solutions is de orderintake op een hoog niveau binnen alle marktsegmenten waarin TKH opereert. In diverse marktsegmenten binnen de industriële markt zijn er echter tekenen te zien van afzwakking van de vraag. Of dit invloed gaat hebben op het activiteitsniveau in het tweede halfjaar is onduidelijk. Per saldo verwacht TKH, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, dat over geheel 2011 een netto winst voor amortisatie tussen € 55 en 60 miljoen zal worden gerealiseerd. Tegen de huidige beurskoers van € 14,90 wordt aldus minder dan 10 maal de verwachte winst voor de aandelen TKH Group betaald. Bij een gebruikelijke pay out van 50% komt het dividendrendement op 5,4%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 september 2011 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
UNIT4	10,9%
Hunter Douglas	10,7%
Imtech	9,3%*
Nedap	8,8%
Brunel International	8,2%
Koninklijke TenCate	7,8%
LBi International	7,6%
Amsterdam Commodities	6,6%
Neways Electronics International	6,5%
ASM International	5,9%
Overige 6 ondernemingen	18,9%
Liquiditeiten en overige	-1,2%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

\*weging exclusief optiepositie

Vooruitzichten

Financiële markten zijn momenteel onderhevig aan een stevige vertrouwenscrisis. Ofschoon de halfjaarcijfers van de ondernemingen in onze portefeuille een zeer gezonde ontwikkeling indiceren, bestaat bij beleggers in toenemende mate onzekerheid met betrekking tot de economische vooruitzichten. Deze onzekerheid leidt per saldo tot een afbouw van als risicovol bestempelde (aandelen)beleggingen. Inmiddels is de waardering van onze portefeuille op basis van door ons gehanteerde, conservatieve aannames, terechtgekomen op historisch lage niveaus. De gewogen gemiddelde koers/winstverhouding voor 2011 bedraagt 8,9 en het getaxeerde dividendrendement komt op 3,9%.

Wij zijn ervan overtuigd dat de ondernemingen in de portefeuille in staat zijn een periode van economische nul-groei goed te doorstaan. De meerderheid van deze ondernemingen heeft dit in de vorige zware recessie van 2008-2009 ook daadwerkelijk bewezen.

Wij blijven daarom van mening dat de perspectieven van de ondernemingen in de portefeuille op middellange termijn onveranderd goed zijn.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma  
 Karel Vogel  
 Toon Wijlacker  
 Willem Burgers

Amsterdam, 6 september 2011

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