

## MAANDBERICHT OVER AUGUSTUS 2013

### Inleiding

De maand augustus gaf een verdeeld beeld op aandelenmarkten. Small- en midcap aandelen presteerden neutraal tot hoger, terwijl de hoofdfondsen terrein verloren. De AEX-index daalde 1,4% naar 362,93, de Amsterdam Midcap-index verloor 1,2% op 536,12, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 2,9% steeg naar 467,74.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund steeg 2,3% van € 28,28 naar € 28,93.

Per 2 september 2013 is voor een bedrag van € 38,1 miljoen belegd in 12 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt bijna € 40,2 miljoen, zodat er een liquide positie en overige bestaat van 5% van de portefeuillewaarde.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 2 september 2013 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 29,08
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 28,93
Fondsvermogen	€ 40.156.653
Aantal uitstaande aandelen	1.387.893

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
<b>Add Value Fund</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-20,34</b>	<b>+27,80</b>	<b>-4,56</b>	<b>+25,32</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+8,70	-7,82
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+3,98	-4,87
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+17,53	-15,14

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

\*Peildatum: 30/08/2013

### Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/08/2013)

Peildatum: 30/08/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Kendrion	+38,9	+14,6	+4,4	+2,9
2.	Aalberts Industries	+38,5	+11,2	+7,5	-0,5
3.	UNIT4	+34,4	+4,4	-2,6	+4,3
4.	TKH Group	+31,8	+6,9	+8,3	+3,6
5.	Acomo	+27,6	+2,2	+2,2	-0,8
6.	Brunel International	+10,9	+0,5	+13,4	+6,2
7.	Nedap	+8,7	-6,2	-6,5	+0,1
8.	Hunter Douglas	+7,9	+1,3	0,0	+1,3
9.	Koninklijke TenCate	-3,6	-0,6	-3,0	+1,4
10.	ASM International	-15,5	-22,3	-14,2	-0,2
11.	Neways Electronics Int.	-26,5	-9,0	+2,1	-1,0
12.	Royal Imtech	-77,5	-46,1	-50,3	+0,8

- In augustus realiseerden 8 van de 12 deelnemingen (= 67%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteren eveneens 8 van de 12 ondernemingen (= 67%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand behoorden **Brunel International** en **UNIT4** tot de uitblinkers in de portefeuille. Beide ondernemingen rapporteerden solide halfjaarcijfers met een gunstig perspectief voor voortzetting van de groei in de komende jaren;
- 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 op termijn een behoorlijk herstelpotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In augustus hebben wij de positie in **Royal Imtech** met eenderde verkleind, nadat de beurskoers in de eerste twee weken van de verslagmaand met 20% was opgelopen. Het belang in **Aalberts Industries** werd met een kwart gereduceerd. Wij besloten tot gedeeltelijke winstneming na de substantiële outperformance van het aandeel gedurende de achterliggende twaalf maanden.

Bedrijfsnieuws

**UNIT4** (ontwikkeling en verkoop bedrijfssoftware) rapporteerde sterke halfjaarcijfers 2013. De SaaS (Software-as-a-Service)- en abonnementenomzet nam met 43,2% toe tot € 32,5 miljoen (H1 2012: € 22,7 miljoen), waarmee de daling in de licentie-omzet van 10% van € 36,0 miljoen naar € 32,4 miljoen ruimschoots werd goedge maakt. Het bedrijfsresultaat (EBITDA) exclusief jointventure FinancialForce.com (FF) steeg met 13,2% van € 40,9 miljoen naar € 46,3 miljoen. Inclusief de extra investering in FF was er een EBITDA-stijging van 9,7% van € 37,0 miljoen naar € 40,6 miljoen. Daarnaast waren er reorganisatielasten ten bedrage van € 6,1 miljoen begrepen in de EBITDA van de eerste helft van 2013, waar deze post in H1 2012 slechts € 2,8 miljoen bedroeg. Daartegenover stond een vrijval van een pensioenvoorziening in combinatie met enkele niet-terugkerende kostenposten die een eenmalig positief effect van € 3,3 miljoen sorteerde. Met uitzondering van Spanje (-10%) en Polen (-2%), waar reorganisaties werden doorgevoerd, was in alle gebieden sprake van omzetgroei. Sterkste stijger was Duitsland (+17%), gevolgd door Noord-Amerika (+14%) en Noorwegen (+7%). Duitsland is evenwel nog niet winstgevend, hetgeen José Duarte, de binnenkort nieuw te benoemen CEO, als een van zijn voornaamste prioriteiten benoemde. De performance van 83% deelneming FF (salesforce.com houdt de overige 17%) was wederom solide. De *run rate* van de verkopen op jaarbasis bedroeg 80% en kwam daarmee uit op US \$ 21,5 miljoen. Daarmee ligt FF op schema om de doelstelling van een jaarlijkse *run rate* van US \$ 70 miljoen per eind 2015 te realiseren.

UNIT4 herhaalde de winstprognose voor geheel 2013, zijnde een EBITDA exclusief FF en herstructureringskosten in de bandbreedte € 105 – 115 miljoen. Inclusief FF wordt een EBITDA van € 95 – 105 miljoen verwacht, waaruit automatisch volgt dat de extra-investering in FF voor geheel 2013 op circa € 10 miljoen komt.

Omdat in het tweede halfjaar 2013 de eerste bijdrage aan de groepsresultaten van enkele grote SaaS-contracten voor de Engelse overheid gaat komen, lijkt de winstprognose van UNIT4 zeer wel realiseerbaar. Analisten kennen momenteel een waarde van US \$ 200 – 300 miljoen toe aan FF, waarmee deze unit 20-30% van de totale beurswaarde van UNIT4 zou vertegenwoordigen. Niet verwonderlijk dat de koersdoelen van analisten inmiddels zijn opgetrokken naar een bandbreedte van € 29 – 36,- bij een huidige beurskoers van € 26,70.

**Amsterdam Commodities**, kortweg Acomo, internationaal handelshuis in specerijen en noten, voedsel ingrediënten, thee en zonnebloemzaden, behaalde in het eerste halfjaar van 2013 een geconsolideerde omzet van € 302,9 miljoen, een stijging van 0,8% ten opzichte van de eerste zes maanden van 2012 (€ 300,6 miljoen). De nettowinst bedroeg € 14,3 miljoen, hetgeen een toename van 10,3% betekende in vergelijking met de winst in het eerste halfjaar 2012 (€ 13,0 miljoen). De winst per aandeel steeg met eenzelfde percentage van € 0,559 naar € 0,617. Het interim dividend werd met 13% verhoogd tot € 0,17 per aandeel. De activiteiten in de handel van specerijen, noten en gedroogde vruchten droegen in het eerste halfjaar wederom significant bij aan de resultaten. Daarbij was sprake van actieve handel met een sterke vraag en dito prijsvolatiliteit. Het bedrijfsresultaat steeg in dit segment met 4,6% tot € 10,8 miljoen bij een 12% lagere omzet van € 125 miljoen. De activiteiten op het gebied van productie en distributie van eetbare zaden, vooral zonnebloempitten, groeiden sterk. In een markt van geografisch gezien verschuivend aanbod van zonnebloempitten bleef Red River Commodities gefocust op het leveren van zaden met een bovengemiddelde kwaliteit in combinatie met een competitieve prijsstelling. De vraag en verkoop van vogelzaadproducten groeiden zeer sterk (> 10%) mede als gevolg van een lange winterperiode. Ook de activiteiten van Sunbutter (het glutenvrije alternatief voor pindakaas) groeiden sterk vooral door verdere marktpenetratie en een toenemende vraag. De nieuwe productielokatie in Lubbock, Texas, droeg positief bij aan het resultaat over het eerste halfjaar, waarbij het verder optimaliseren van de complexe en voor de branche vernieuwende productieprocessen een continue proces is. Daar waar 2012 vooral werd gekenmerkt door droogtes werden diverse Amerikaanse landbouwregio's in de eerste helft van 2013 getroffen door een combinatie van regen, lage temperaturen en bovengemiddeld natuurgeweld in de vorm van vele tornado's. Het planten van zaden voor de nieuwe oogst 2013 liep hierdoor enige vertraging op en in voorkomende gevallen bleven akkers onbebouwd. Tijdens de zomerperiode werden diverse gebieden wederom getroffen door droogtes. De gevolgen van deze situaties op de zonnebloempitten oogsten en uiteindelijk op de consumptie zijn nog onduidelijk. Het bedrijfsresultaat in dit segment steeg met 18% tot € 9,1 miljoen bij een met ruim 30% gestegen omzet van € 90,5 miljoen.

De activiteiten op het gebied van het handelen en mengen van thee had dit jaar een enigszins vertraagde start. Onzekerheden rondom de verkiezingen in Kenia, een voor Van Rees Groep zeer belangrijke markt, en politieke ontwikkelingen in belangrijke handelslanden zoals Egypte en Pakistan leidden tot uitdagingen voor de wereldwijde theemarkt. Per saldo daalde het bedrijfsresultaat in dit segment tot € 3,1 miljoen (H1 2012: € 4,3 miljoen) bij een 5% lagere omzet van € 78,4 miljoen. De distributie- en mengactiviteiten in voedingsingrediënten bleven groeien, waarbij de zeer sterke relaties met principalen en met afnemers wederom hun kracht en effect bewezen. Hierbij verliep de distributie van producten van de Amerikaanse multinational Cargill in de Benelux voorspoedig. Acomo verzorgt deze distributie sinds het vierde kwartaal 2012. Het bedrijfsresultaat in dit segment verdubbelde tot bijna € 1,5 miljoen bij een met 23% gestegen omzet van € 10,3 miljoen.

Het management onthield zich gewoontegetrouw van een prognose van het jaarresultaat 2013. Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel met € 0,03 tot € 1,25 (2012: € 1,16), waarmee de aandelen Acomo tegen de huidige beurskoers van € 15,50 op 12,4 maal de getaxeerde winst worden verhandeld. Op basis van een verwacht dividend van € 0,75 per aandeel komt het dividendrendement alsdan op een aantrekkelijke 4,8%.

**Aalberts Industries** (Industrial Services & Flow Control) rapporteerde halfjaarcijfers 2013 die in lijn waren met onze aannames en daarmee licht achterbleven bij de marktconsensus. De omzet over de eerste zes maanden bedroeg € 1.016,5 miljoen, een daling van 1% ten opzichte van de eerste helft van 2012 (€ 1.029,6 miljoen). Het bedrijfsresultaat

voor afschrijving en amortisatie (EBITDA) daalde met 3% tot € 147,1 miljoen (H1 2012: € 151,3 miljoen). De winst per aandeel daalde met 7% van € 0,72 naar € 0,67 als gevolg van een toename van het aantal uitstaande aandelen en een hogere belastingdruk van 27,0% (H1 2012: 26,1%). De daling van de groepsresultaten manifesteerde zich bij Industrial Services, te weten een EBITA-daling van 12,5% (€ 37,7 miljoen tegen € 43,1 miljoen in H1 2012). Flow Control rapporteerde een nagenoeg gelijk resultaat: EBITA: € 69,7 miljoen tegen € 70,0 miljoen in H1 2012. CEO Wim Pelsma houdt onverkort vast aan de eerder geformuleerde strategie. Dit betekent dat er fors wordt geïnvesteerd om de marktpositie te versterken door extra marketing-, verkoopinspanning en introducties van aanvullende producten in marktomstandigheden die veelal moeilijker waren dan de eerste helft van 2012. In Industrial Services stegen de investeringen met 58% naar € 35,3 miljoen, mede door aankoop en nieuwbouw van diverse fabrieksgebouwen en een aantal greenfieldprojecten. Flow Control rapporteerde een stijging van de investeringen van 7% naar € 22,4 miljoen. Daarnaast blijft Aalberts Industries het accent leggen op een verdere verbetering van (productie)efficiency en zijn nieuwe projecten gestart ter verlaging van kosten en verhoging van de toegevoegde waarde. Naar het oordeel van Pelsma blijven het verhogen van de innovatiesnelheid en het ontwikkelen van aanvullende producten in combinatie met een efficiëntere en sterkere (verkoop)organisatie gericht op de eindgebruiker essentieel. Aalberts Industries kan de gedane investeringen overigens probleemloos intern financieren. Per medio 2013 bedroeg de solvabiliteit 46,1% (H1 2012: 43,0%). Voor geheel 2013 voorziet Aalberts Industries een hogere omzet en bedrijfsresultaat en een winst per aandeel die, onvoorziene omstandigheden daargelaten, in lijn zal liggen met die van 2012 (€ 1,40). Dit impliceert een verbetering van omzet- en winstmomentum in de tweede helft van dit jaar. Deze tendens is overigens al ingezet in het tweede kwartaal 2013 dat al beduidend beter was dan de eerste drie maanden, gedurende welke periode hinder werd ondervonden van de gevolgen van de strenge winter. Wij handhaven onze prognose van een winst per aandeel 2013 van € 1,45 (2012: € 1,40), waarmee de aandelen Aalberts Industries tegen de huidige beurskoers van € 19,40 op 13,4 maal de verwachte winst worden gewaardeerd. Voor 2014 mag van een sterkere winststijging worden uitgegaan, omdat de hoge investeringsuitgaven van 2013 alsdan een extra bijdrage aan de resultaten zullen geven. Vooralsnog gaan wij uit van een winst per aandeel 2014 van € 1,55 (+7% in vergelijking met de verwachte winst 2013).

**Royal Imtech** (technische dienstverlening in en buiten Europa) publiceerde de halfjaarcijfers die, voor het eerst in 2013, geen verrassingen bevatten. Na vier eerdere winstwaarschuwingen lijkt het nieuwe management, onder leiding van CEO Gerard van de Aast en CFO Hans Turkesteen, nu de zaken zover op orde te hebben dat een geleidelijk proces van winstherstel zichtbaar en tastbaar kan worden. Gedurende de presentatie bij de halfjaarcijfers lag het accent op de continuïteit van de onderneming en de ondernemingsprocessen. De omzet bleef in de eerste zes maanden van 2013 goed op peil en kwam met € 2.485 miljoen slechts 2% lager uit dan in dezelfde periode van 2012. Bemoedigend was de orderingang van ruim € 2,5 miljard, volgens Van de Aast het beste bewijs dat de klanten van Imtech vertrouwen hebben gehouden in de capaciteiten en leveringsbetrouwbaarheid van de onderneming. Mooie nieuwe orders werden gewonnen bij Shell in Nederland, Airbus en Carl Zeiss in Duitsland, Merseytravel in het Verenigd Koninkrijk en enkele marine-orders in China. Een tweede positief punt was de netto schuldpositie per medio 2013, welke met € 1.206 miljoen stabiel was ten opzichte van het einde eerste kwartaal 2013 ondanks een cash out voor herstructurering. Inmiddels is deze netto schuldpositie met € 507 miljoen teruggebracht door de opbrengsten van de claimemissie en uitgifte van preferente aandelen in augustus. Belangrijk was de verklaring van het management dat de verbeteringsprogramma's op schema liggen. Dit betreft in het bijzonder:

- herstructureringen, die naar verwachting grotendeels eind dit jaar zullen zijn afgerond;
- continue progressie op het gebied van business controls;
- een reductie van € 133 miljoen van het werkkapitaal;
- een vervanging van 60% van het senior management.

In operationele zin bleven de resultaten enigszins achter bij de verwachtingen, met de aantekening dat de forse reorganisatielasten in de Benelux, Duitsland & Oost-Europa en in de Marine-divisie het beeld drastisch nadelig beïnvloedden. De operationele EBITDA kwam in de eerste zes maanden van 2013 uit op een verlies van € 46,3 miljoen (herzien cijfer H1 2012: - € 42,3 miljoen). De afwaarderingen in de Benelux (€ 15 miljoen) en Marine (€ 25 miljoen)

gevoegd bij de herfinancierings- en herstructureringslasten van in totaal € 62 miljoen leidden tot een totaal EBITDA van - € 148,3 miljoen. Het netto verlies kwam uit op € 230,5 miljoen (herzien cijfer H1 2012: - € 112,6 miljoen), in welk cijfer een belastingrestitutie van € 23,6 miljoen (H1 2012: - € 3,2 miljoen) is begrepen.

Het management onthield zich van een prognose voor geheel 2013. Er werd volstaan met het statement dat '2013 een jaar van significante transitie zal zijn. Gegeven de omvang van deze transitie en de uitdagende marktomstandigheden wordt geen specifieke voorspelling gedaan ten aanzien van de resultaten voor 2013.' Nochtans was er een meevaller te melden voor wat betreft het voorziene herstelproces: er bestond vooralsnog geen directe aanleiding om tot een aanvullende impairment op de goodwill in de Benelux en in de Marine-divisie te komen. Dit betekent dat de winstcapaciteit van beide divisies voor de komende jaren als voldoende sterk wordt beschouwd om deze balanswaarderingen te handhaven.

Wij verwachten dat het winstherstel van Royal Imtech zich vanaf het derde kwartaal 2013 geleidelijk zal manifesteren. Eerst met ingang van 2014 mag worden uitgegaan van positieve bedrijfsresultaten. Het realiseren van een Net debt/EBITDA ratio < 3,5 per medio 2014 is daarbij cruciaal om binnen de met de financiers afgesproken convenanten te blijven. Mocht deze mijlpaal niet worden bereikt, dan resteren andere opties, waaronder waivers, aandelenemissies en/of desinvesteringen van bedrijfsonderdelen of zelfs gehele divisies. Wat dit laatste betreft was CEO Van de Aast glashelder: er is van verschillende kanten geïnformeerd naar 'de pareltjes' van Imtech, maar verkoop is op dit moment niet aan de orde.

Vooralsnog handhaven wij onze prognoses van 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. Deze taxaties lijken ogenschijnlijk ambitieus. Echter, het aloude verdienmodel van Royal Imtech laat het daadwerkelijk realiseren van de bijbehorende resultaten onzes inziens zeker toe. Het nieuwe management heeft zich niet voor niets gecommitteerd aan dit model. Ter illustratie: onze 2015-taxatie komt overeen met een winst per aandeel van € 1,25 voor het 'oude' Imtech, omdat er inmiddels vijfmaal zoveel aandelen uitstaan. Een efficiënt georganiseerd Imtech achten wij in 2015 zeker in staat onze taxatie te realiseren.

Op basis van deze taxaties menen wij dat de huidige beurskoers van € 1,85 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.

**TKH Group** (technische oplossingen) rapporteerde tevredenstellende halfjaarcijfers 2013. De groepsomzet nam met 12,9% toe tot € 301,9 miljoen, waarbij de autonome groei op 4,3% uitkwam. Er was een relatief sterke groei in de segmenten Industrial Solutions (+17,2%) en Building Solutions (+13,5%), waaraan de bijdrage van het vorig jaar overgenomen Augusta Technologie significant was. De EBITA voor eenmalige lasten (die vorig jaar € 4 miljoen bedroegen uit hoofde van acquisitiekosten) kwam 38% hoger uit op € 23,5 miljoen (H1 2012: € 17,0 miljoen). De Return On Sales (ROS) steeg dientengevolge van 6,4% naar 7,8%. Binnen Building Solutions was sprake van een forse margedruk in de Benelux door de in de markt aanwezige overcapaciteit vanwege gedaalde vraag. Het resultaat verbeterde echter sterk ten opzichte van vorig jaar door de acquisities en de in de tweede helft van vorig jaar doorgevoerde efficiencyprogramma's. Door de moeilijke markt bleef de ROS-ontwikkeling in met name het connectivity-segment nog achter bij de doelstelling. Binnen Industrial Solutions was de hoge orderintake voor het segment bandenbouwsystemen positief. In het tweede kwartaal lag deze met € 80 miljoen op een recordniveau. Het marktaandeel binnen de top 5 bandenbouwers groeide en ook buiten de top 5 nam de orderintake toe. Dit geeft een goed perspectief ten aanzien van toekomstige omzet- en resultaatgroei. In het eerste halfjaar werden relatief hoge kosten gemaakt ter voorbereiding op de in het tweede halfjaar te realiseren groei. In het tweede halfjaar zal zich dit normaliseren. TKH verwacht dat het resultaat als geheel in het tweede halfjaar hoger zal zijn dan in het eerste halfjaar. Per saldo verwacht TKH, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, over geheel 2013 een nettowinst – voor amortisatie en eenmalige baten en lasten – tussen € 52 en 57 miljoen.

Hieruit volgt een getaxeerde winst per aandeel 2013 van € 1,45 (2012: € 1,28), waarmee de aandelen TKH Group tegen de huidige beurskoers van € 21,50 worden gewaardeerd op 14,8 maal de verwachte winst.

**Neways Electronics International**, actief op de internationale EMS (Electronic Manufacturing Services)-markt, heeft in het tweede kwartaal 2013 een 6% hogere omzet en een beter resultaat gerealiseerd in vergelijking met het eerste kwartaal van 2013. Daarmee lijkt het omzet- en winstmomentum van Neways eindelijk ten goede te zijn gekeerd. Over de eerste helft van 2013 daalde de netto-omzet nog met 9% naar € 131,4 miljoen (H1 2012: € 144,4 miljoen). De nettowinst uit gewone bedrijfsuitoefening kwam in de eerste helft van 2013 uit op € 0,9 miljoen, waarbij het eerste kwartaal nog licht verlieslatend was. De winst is exclusief de eerder aangekondigde en in het eerste kwartaal genomen voorziening van € 3,7 miljoen (€ 2,8 miljoen netto) voor de ingezette sluiting en herallocatie van de activiteiten van Neways Electronics Echt (NEE). Deze herallocatie – die op jaarbasis naar verwachting een besparing zal opleveren die ongeveer gelijk is aan de genomen voorziening – verloopt volgens plan. Daarnaast zijn in het afgelopen halfjaar goede vorderingen gemaakt met de verbetering van het werkkapitaal en het cashflowmanagement. Dit heeft geresulteerd in een positieve kasstroom uit bedrijfsactiviteiten van € 4,1 miljoen ten opzichte van een negatieve kasstroom van € 4,9 miljoen in de eerste helft van 2012. De orderportefeuille is ten opzichte van ultimo 2012 met 12% gestegen van € 62,5 miljoen naar € 69,8 miljoen. De tweede jaarhelft is ook goed van start gegaan, maar de horizon blijft kort vanwege de aanhoudende macro-economische onzekerheid en de daaruit voortvloeiende hoge dynamiek in de EMS-markt, die het lastig maakt om concrete voorspellingen voor het hele jaar te doen. Het beeld dat klanten hun planningen voor de komende maanden snel opschalen of juist snel neerwaarts bijstellen en orders doorschuiven zal naar verwachting aanhouden. De nadruk zal in de tweede helft van 2013 verder liggen op uitbouw van de ontwikkelings- en systeembouwactiviteiten, slimmer inkopen, het optimaliseren van de capaciteitsbezetting, verdere flexibilisering van de organisatie en extra commerciële initiatieven.

Wij verhogen onze taxatie van de winst per aandeel 2013 van € 0,10 naar € 0,20 (2012: - € 0,04). Hiertoe dient in de tweede helft van 2013 een nettowinst van € 4 miljoen te worden geboekt, hetgeen gezien het verbeterde omzet- en winstmomentum mogelijk zou moeten zijn. Tegen de huidige beurskoers van € 4,- wordt zodoende 20 maal de getaxeerde jaarwinst 2013 voor de aandelen Neways Electronics betaald. Mocht de onderneming er echter in slagen de winstgevendheid in 2014 vast te houden en zo mogelijk te verstevigen, dan is de huidige beurswaardering al gauw als bescheiden te kenschetsen. Echter, de geschiedenis leert dat Neways er vooralsnog niet in is geslaagd over een langere aaneengesloten periode voldoende winstgevend te kunnen opereren.

**Kendrion** (elektromagnetische systemen en componenten) rapporteerde een omzetstijging van 5% over het eerste halfjaar 2013 van € 151,3 miljoen naar € 158,4 miljoen. De EBITA daalde in deze periode met 26% van € 14,9 miljoen naar € 10,9 miljoen. Het tweede kwartaal 2013 bracht evenwel een omzettoename van 18% van € 74,0 miljoen naar € 87,1 miljoen, onder invloed van de acquisitie van Kuhnke AG in mei jl. Autonoom was er nog een omzetzak van 3% in Q2 2013. De EBITA lag in Q2 2013 3% lager dan in dezelfde periode van 2012 (€ 6,0 miljoen tegen € 6,2 miljoen). Kendrion meldde voorts dat de integratie van Kuhnke op schema ligt en dat er een positieve winstbijdrage was in het tweede kwartaal. Kendrion gaf geen concrete winstverwachting voor geheel 2013 vanwege de aanhoudende onzekere macroeconomische ontwikkelingen. Bestuursvoorzitter Piet Veenema gaat uit van een aanhoudende omzet- en winstverbetering in de tweede helft van 2013 op grond van een positieve orderingang in de eerste zes maanden van dit jaar, alsmede de start van meerdere nieuwe projecten in de komende maanden. Wij handhaven onze prognose van een ten opzichte van 2012 gelijke winst per aandeel van € 1,35 en voorzien voor 2014 een stijging tot (getaxeerd) € 1,85 (+37%). De aandelen Kendrion noteren tegen de huidige beurskoers van € 21,50 ruim 11,6 maal de verwachte winst 2014.



Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 september 2013 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
UNIT4	14,8%
Nedap	13,2%
Hunter Douglas	12,9%
Brunel International	11,0%
Acomo	9,7%
ASM International	7,1%
Aalberts Industries	7,0%
Koninklijke TenCate	6,9%
Royal Imtech	4,6%
TKH Group	3,7%
Liquiditeiten en overige	9,1%
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>

Vooruitzichten

De maand september ging vlak van start met lage beursomzetten en groeiende politieke onzekerheid (Syrië, Amerikaanse monetaire politiek, uitkomst Duitse Bondsdagverkiezingen op 22 september a.s.). Over het algemeen bleven de 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 midcap aandelen absoluut superieur aan die van vastrentende equivalenten. Op basis van onze huidige taxaties met betrekking tot het lopende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen koers/winstverhouding van circa 13,5 maal en een bruto dividendrendement van circa 4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 4 september 2013

---

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