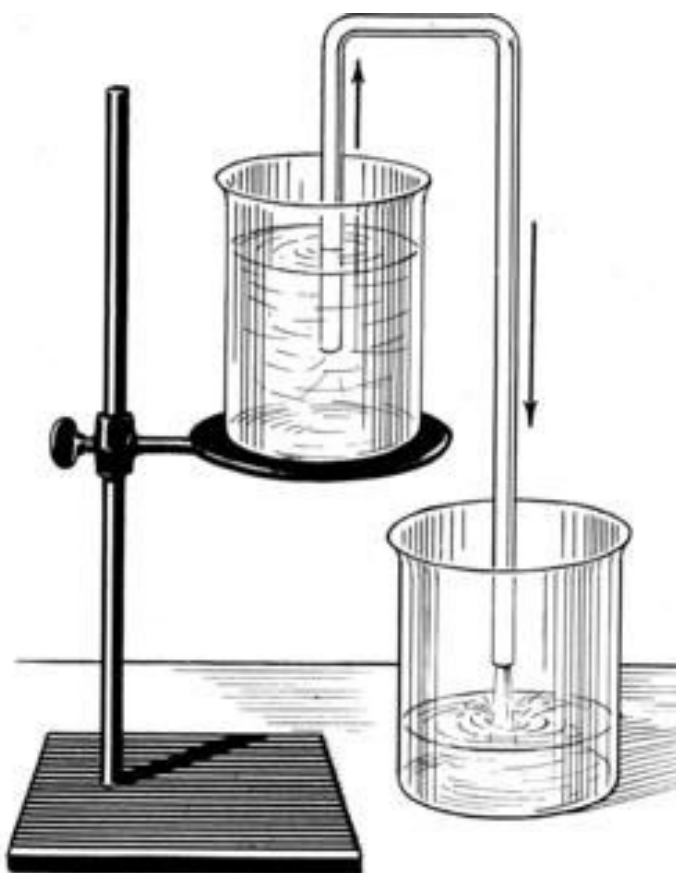


**HALFJAARBERICHT E.E.T. Modelportefeuille
2026**



Profiel

Via een deelneming in de Euronext Exit Targets (E.E.T.) modelportefeuille is het vanaf november 2023 mogelijk te participeren in de verwachte waarde stijging van een selectie van 15 aandelenbeleggingen die zijn genoteerd aan het beursplatform van Euronext Amsterdam. De E.E.T modelportefeuille is vormgegeven op grond van de volgende overwegingen:

- De groei van passief beleggen die ten koste gaat van een actieve beleggingsstrategie. Hierdoor wordt een toenemend aantal beursgenoteerde ondernemingen niet meer actief door analisten en beleggers gevolgd, waardoor er continu verkoopdruk in de betreffende aandelen is.
- In het verlengde hiervan versterkt de groei van Exchange Traded Products (ETPs) en Exchange Traded Funds (ETFs) deze tendens. Kort gezegd, eindbeleggers nemen niet langer de moeite zich te verdiepen in de merites van individuele aandelen, maar volstaan met een generieke belegging in een marktsegment. Dat geeft een meer liquide belegging tegen lagere kosten.
- De sterke opkomst van private equity (PE) als toegankelijke beleggingscategorie voor particuliere beleggers.
- Een substitutie-effect: de groei van beleggingen in ETFs en PE wordt deels gefinancierd uit verkoop van beursgenoteerde aandelenposities, met name in het small- en midcapsegment. Gevolg: een continue verkoopdruk in individuele aandelen en een structurele *de-rating* van deze aandelen over een langere periode.
- Het management van small- en midcaps heeft niet ingespeeld op deze structurele veranderingen in de marktomgeving. Met name de kapitaalallocatie (de verdeling van de vrije cashflow over investeringen, dividenduitkering, inkoop eigen aandelen en winstinhouding) en de communicatie hieromtrent – de ‘Equity Story’ – schieten tekort. De beurswaarderingen zijn hierdoor (te) ver teruggevallen.
- Deze ontwikkeling kan worden beschouwd als een uitgesproken beleggingskans. Op basis van een beleggingsuniversum van 60 namen kan een kansrijke E.E.T. modelportefeuille van 15 namen worden opgebouwd met een verhoudingsgewijs bescheiden neerwaarts koersrisico gecombineerd met een hoog opwaarts koerspotentieel.
- Waarom Euronext Exit Targets? Omdat op financiële markten kapitaal uiteindelijk naar het hoogste punt stroomt. Vergelijkbaar met de natuurwet van de communicerende vaten.
- Hoe opereert de beheerder van de E.E.T. modelportefeuille?
 - Vergelijkbaar met de manager van een private equity portefeuille
 - Maakt gebruik van een Bottom Up beleggingsanalyse
 - Basisrendement bestaat uit dividend + rendement uit aandeleninkoop
 - Selecteert uitsluitend deelnemingen met een substantiële discount ten opzichte van de *fair value*
 - Maakt een inschatting van het opwaarts koerspotentieel van de deelnemingen
 - Is aanwezig en actief op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders
- Doelstelling is om op jaarbasis – door de cyclus heen – een resultaat na kosten van tenminste 10% te realiseren.

De tien Building Blocks van de E.E.T. modelportefeuille

1. Er wordt uitsluitend in kwalitatief hoogstaande ondernemingen belegd. Kernwaarden: Leidende marktpositie, sterke balans, innovatief, goed management.
2. Een beperkt beleggingsuniversum van 60 ondernemingen met een beursnotering op Euronext Amsterdam – *‘In der Beschränkung zeigt sich der Meister’*
3. Uit dit universum worden standaard 15 namen in de E.E.T. modelportefeuille geselecteerd. Daardoor voldoende spreiding en duidelijke accenten in de portefeuille.
4. Zowel largecaps (Unilever, RELX, ASM) als een selectie small- en midcaps met marktkapitalisaties die variëren van € 200 miljoen tot € 110 miljard.
5. Minimum rendementseis: +10% na kosten.
6. De risicoperceptie is bewust laag. De beta van de E.E.T. modelportefeuille ligt rond 0,80. Dividendrendement circa 3,5%; Rendement uit aandeleninkoop circa 2%.
7. Bottom Up Analyse = Key. Aandacht voor sum-of-the-parts, stille reserves, kapitaalallocatie en bovenal een aansprekende *Equity Story*.
8. Een private equity benadering om de onderwaardering van de aandelen in de E.E.T. modelportefeuille aan de orde te stellen. Bij voorkeur op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders.
9. *‘The proof of the pudding is in the eating’*. Vier keer per jaar (Q1, H1, Q3, FY) is er een meetmoment. Klopt onze waardering (nog steeds) met de gerapporteerde cijfers en de geschetste outlook?
10. De Wet van de Communicerende Vaten houdt het schip van de E.E.T. modelportefeuille op koers. De kunst om laag te kopen, geduldig te beleggen en tegen een volwaardige exitwaarde rendement te realiseren.

Terugblik op de eerste helft van 2026

Markindices	1-1-2026	30-6-2026	Rendement	Rendement (in €)
AEX-index	951,29	1080,17	+13,55%	+13,55%
Dow Jones – USD	48.063,29	52.319,00	+8,85%	+12,26%
Nasdaq Composite – USD	23.241,99	26.213,72	+12,79%	+16,31%
iShares MSCI ACWI – EUR	93,10	105,82	+13,66%	+13,66%
iShares MSCI USA B UCITS ETF	601,36	679,26	+12,95%	+12,95%
Amundi Index MSCI EUR ETF DR	84,89	92,75	+9,26%	+9,26%
iShares Euro Corp Bond Lg Cap ETF	125,01	124,54	-0,38%	-0,38%
Amerikaanse dollar	0,85	0,88	+3,12%	+3,12%

Bron: Noesis Capital

Een *double digit return* over de eerste zes maanden van 2026 is alleszins een bevredigend gemiddeld aandelenrendement. De fenomenale groei-vooruitzichten voor kunstmatige intelligentie (AI) fungeerden als aanjager voor de zonnige beursstemming. Het onverminderd hoge geopolitieke risico, eind februari geaccentueerd door de Israëliisch-Amerikaanse aanval op Iran, woog niet op tegen de investeringsdrang van met name de zogenaamde Hyperscalers. Het waren echter niet zozeer de aandelen van de ‘Magnificent Seven’ – Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia en Tesla – die het afgelopen halfjaar voor koerswinst zorgden, maar veelal de leveranciers van de benodigde machines die AI mogelijk maken, die uitzonderlijke koerswinsten noteerden. Dan gaat het bijvoorbeeld om Micron uit de Verenigde Staten, Samsung en SK Hynix uit Zuid-Korea en ASML, ASM International en Besi uit Nederland. Maar ook nieuwkomers als OpenAI, Anthropic en SpaceX droegen bij aan een geheel nieuw momentum in de perceptie van beleggers. De beursgang van SpaceX, op vrijdag 12 juni jl., was de grootste ooit. Met een waardering van \$ 1,75 biljoen en een opbrengst van \$ 86 miljard zorgde het beursdebuut van Elon Musk’s geesteskind voor een aardverschuiving in menige beleggingsportefeuille. Ga maar na, om in een (passieve) aandelenportefeuille ruimte te maken voor een ‘index-zwaargewicht’ als SpaceX, zullen andere beleggingen plaats moeten maken. Dit verklaart een tegenbeweging die eveneens het eerste halfjaar van 2026 kleur gaf. De zogenaamde ‘Anti-AI-trade’ trof vooral ‘SaaS’-aandelen, ondernemingen die ‘software-as-a-service’ aanbieden. Deze aandelen die in voorgaande jaren veelal sterk in koers waren gestegen, kwamen zwaar onder druk te liggen, vanwege de vrees dat hun onderliggende verdienmodel weldra zal worden ondergraven door de goedkopere AI-versies van de nieuwe generatie ondernemingen. Dit leidde, op het hoogte- (of diepte?) punt van de Anti-AI-trade, tot de term SaaS-pocalypse.



Figuur 1 Software vs Semiconductors (source: Google Finance)

Meer in het algemeen leidde de (anti-)AI-trade ertoe dat de volatiliteit ter beurze toenam. Met als toppunt de Zuid-Koreaanse aandelenmarkt. De lokale benchmark, de Kospi-index, fluctueert tegenwoordig 3 tot 15% op dagbasis.

Een hogere volatiliteit impliceert een toegenomen risicoperceptie. Vergelijk de 'Fear-of-Missing-Out' van de rally in AI-gelinkte beleggingen met het risico van oververhitting van dezelfde sector. Een eenzijdige blootstelling aan dezelfde type ondernemingen kan leiden tot teleurstellingen in de lange termijn resultaten van een beleggingsportefeuille.

De E.E.T. Modelportefeuille in de eerste helft van 2026

De Euronext Exit Targets modelportefeuille heeft over de eerste zes maanden van 2026 een waardestijging van 26,1% gerealiseerd. Ten opzichte van de startwaarde per 1 november 2023 bedraagt de waardestijging 69,0%.

In het licht van de doelstelling van de portefeuillebeheerder, een gemiddelde jaarlijkse totaalopbrengst van tenminste 10% na kosten door de cyclus heen, is dit een bovengemiddelde performance. Zeker in relatie tot het risicoprofiel van de E.E.T. modelportefeuille. Volgens de door toezichthouders gehanteerde formule verdient het beleggingsprofiel van de E.E.T. modelportefeuille het predikaat 'Offensief Hoog'. De bijbehorende stelling luidt: *'De cliënt wordt erop gewezen dat naarmate de rendementsdoelstelling hoger is, meer risico's dienen te worden genomen om het nagestreefde rendement te realiseren'*.

De beheerder van de E.E.T. modelportefeuille trekt deze stelling in twijfel. Uitgaande van een gedegen 'Bottom Up' beleggingsanalyse kan met een relatief gering risico wel degelijk een bovengemiddeld rendement worden behaald.

Het uitgangspunt van de samenstelling van de E.E.T. modelportefeuille is om met een zo laag mogelijk (en beheersbaar) risico een structuur (15 namen) te bereiken die op middellange termijn de grootste kans maakt om het nagestreefde bovengemiddelde rendement te realiseren. Daartoe dienen de volgende variabelen als wegingsfactor:

- Een zo optimaal mogelijke verhouding tussen als defensief te karakteriseren deelnemingen en aandelenbeleggingen met een hoger risicoprofiel, zoals groei-ondernemingen en bedrijven die zich in een turn-around situatie bevinden. Er wordt gestreefd naar een gemiddelde **beta van 0,75 – 0,85** voor de E.E.T. modelportefeuille;
- In alle gevallen dienen de geselecteerde deelnemingen marktleider in het betreffende marktsegment te zijn of uitzicht hebben op het bereiken van deze positie. Slechts in deze situatie kan sprake zijn van kostleiderschap en is het verdienmodel in beginsel sterk genoeg om een trendmatige groei van omzet en winst tegemoet te mogen zien;
- De geselecteerde deelnemingen moeten bij aanschaf door de portefeuillebeheerder een substantiële discount doen ten opzichte van de benaderde *fair value* zoals de portefeuillebeheerder deze, mede op basis van analyses van derden, voor ogen heeft;
- De aandelen in de E.E.T. modelportefeuille moeten een voldoende verhandelbaarheid hebben en in beginsel binnen korte tijd (vijf handelsdagen) tegen een beurskoers die niet te zeer afwijkt van het 30-daags voortschrijdend gemiddelde, te gelde kunnen worden gemaakt;
- Het aanvangsrendement van de E.E.T. modelportefeuille, dat wil zeggen het dividendrendement plus het rendement uit inkoop eigen aandelen, ook wel de **inkomenscomponent**, bedraagt gemiddeld 5,0% - 5,5% op jaarbasis.
- Tenslotte wordt de aandelenselectie aangepast op basis van wijzigingen in het **winstmomentum** in combinatie met het **aandelenkoers-momentum**. Van de rendementseis van tenminste 10% wordt circa 5,25% gerealiseerd via de inkomenscomponent. Daarnaast wordt de resterende 4,75% gerealiseerd door enerzijds de vertaling van de (winst)groei van de 15 deelnemingen in de stijging van de beurskoers, en anderzijds door gedurende het jaar een aantal tegengestelde transacties uit te voeren, de zogenaamde 'rotatie-transacties'. In de eerste helft van 2026 werden in totaal 41 aan- en verkooptransacties uitgevoerd. Hierdoor werd de weging van de verschillende deelnemingen in de portefeuille in lijn gebracht met de visie van de portefeuillemanager met betrekking tot het opwaarts koerspotentieel versus het neerwaarts koersrisico.

Portfolio attributie analyse

	Beurskoers 31-12-2025	Beurskoers 30-6-2026	Total Return – in %	Weging Portfolio
	In Euro	In Euro		30-6-2026
Unilever	55,70	52,65	0,4%	9,0%
TKH Group	36,56	43,66	22,6%	8,3%
RELX	29,84*	27,58	(6,2%)	8,2%
ASM	517,60	1.000,50	74,5%	7,1%
Adyen	925,15*	820,40	(11,3%)	6,8%
BE Semiconductor	133,75	287,10	101,9%	6,8%
Vopak	37,88	45,64	24,5%	6,8%
Sligro Food Group	10,10	11,30	21,3%	6,7%
Aalberts	28,06	38,98	35,6%	6,0%
DSM-Firmenich	68,76	83,00	23,8%	5,9%
Wolters Kluwer	72,17*	56,44	(20,2%)	5,3%
Aegon	6,01*	7,44	26,8%	5,3%
Kendrion	14,00	19,62	43,2%	4,6%
Nedap	89,90	95,50	9,7%	4,5%
Acomio	24,35	22,55	0,1%	4,0%
Allfunds Group	8,05	8,30**	3,1%	0,0%
Fugro	8,49	10,50**	23,7%	0,0%
IMCD	77,34	102,02**	33,9%	0,0%
Brunel International	7,76	7,57**	(2,4%)	0,0%
Totaal E.E.T. modelportfolio			26,1%	100,0%
*) = gemiddelde aankoopkoers				
**) = gemiddelde verkoopkoers				

Total return = de som van het ongerealiseerde koersresultaat, het gerealiseerde koersresultaat en de ontvangen dividenden in procenten van de beurskoers per 31-12-2025 dan wel de gemiddelde aankoopkoers.

In de verslagperiode werden de deelnemingen in Allfunds Group, Fugro, IMCD en Brunel International verkocht. In de plaats van deze posities werden belangen in RELX, Adyen, Wolters Kluwer en Aegon genomen.

Toelichting performance

Het gerealiseerde resultaat van +26,1% over de eerste helft van 2026 laat zich als volgt uitsplitsen:

- Ongerealiseerd resultaat op de portefeuille +14,4%
- Ontvangen dividend +2,8%
- Gerealiseerd resultaat op de portefeuille +8,9%

Het ongerealiseerde resultaat op de portefeuille van +14,4% kwam voornamelijk voor rekening van de excellente bijdrage van de deelnemingen in Aalberts, ASM, BE Semiconductor en Kendrion.

Het ontvangen dividend betreft het in het eerste halfjaar ontvangen dividend van de 15 deelnemingen in de portefeuille. Alle deelnemingen uit de portefeuille, met uitzondering van Adyen, keren dividend uit, sommige (Acom, Sligro Food Group, Unilever) meerdere keren gedurende het jaar. Indien het rendement uit inkoop van eigen aandelen in de berekening wordt betrokken, bedraagt het totale rendement (dividend + share buyback) op de E.E.T. modelportefeuille 5,5%.

Het gerealiseerde resultaat op de portefeuille kwam op conto van zes deelnemingen. Op de belangen in ASM en BE Semiconductor werd deels winstgenomen volgend op de periode van *re-rating* voor chipmachineproducenten. Ruim 40% van het gerealiseerde resultaat was afkomstig van beide deelnemingen. IMCD, Kendrion en Sligro Food Group waren goed voor het leeuwendeel van het overige gerealiseerde resultaat. Deze deelnemingen bereikten alle (nagenoeg) de vooraf bepaalde doelkoers. De vooruitzichten voor een voortzetting van de waardegroei zijn met meer onzekerheid omgeven, met name voor de korte termijn, zodat een lagere weging in de portefeuille opportuun werd.

Als nieuwe namen in de E.E.T. modelportefeuille verschenen Adyen, Aegon, RELX en Wolters Kluwer. Online betaalplatform Adyen is opgenomen in de portefeuille omdat de aandelen een zeer forse onderwaardering doen ten opzichte van de consensus-doelkoers van analisten. Deze discount – in vergelijking met de *fair value* – laat zich verklaren uit het aandeelhoudersonvriendelijke beleid dat de onderneming voert. Om onduidelijke redenen keert Adyen geen dividend uit en worden er evenmin eigen aandelen ingekocht, terwijl de lage beurskoers daar alle aanleiding toe geeft. Meerdere aandeelhouders, waaronder uw portefeuillemanager, hebben bij de onderneming aangedrongen op aanpassing van het beleid, tot nu tevergeefs. Echter, naarmate de nadelen van onderwaardering meer voelbaar worden, mag worden aangenomen dat een herziening van het beleid alsnog tot stand komt. In dat geval is een stevige herwaardering een aannemelijk scenario.

Het belang in verzekeraar Aegon kan worden gezien als een *near cash* belegging. Het aanvangsrendement (dividend + rendement uit aandeleninkoop) bij aankoop bedroeg maar liefst 10,6%, waarmee al aan onze rendementsdoelstelling werd voldaan.

De belangen in RELX en Wolters Kluwer werden verworven in reactie op de anti-AI trade. Hoewel beide ondernemingen stijgende winsten (blijven) rapporteren, stonden de beurskoersen in de verslagperiode onder zware verkoopdruk. Op de aankoopkoersen bedroeg het aanvangsrendement zodoende 8,0 – 8,5%, hetgeen een zeer ruime vergoeding is voor aandelen die recent nog een premie-waardering kregen toegekend.

Verkocht werden de posities in Allfunds Group, Brunel International, Fugro en IMCD. Begin dit jaar werd de resterende positie in Allfunds Group verkocht nadat een bieding van Deutsche Börse door een ruime meerderheid van de aandeelhouders was geaccepteerd. Er werd een boekwinst van ruim 70% gerealiseerd ten opzichte van de aanschafwaarde. Daarentegen werd besloten de posities in Brunel International en Fugro met verlies te sluiten. Beide ondernemingen zien zich geconfronteerd met structureel uitdagende marktomstandigheden, waarin binnen afzienbare termijn geen verbetering lijkt te zullen komen. In een dergelijke situatie is ervoor gekozen om het verlies van respectievelijk 39% en 22% ten opzichte van de aankoopkoers te nemen. Op de verkoop van het belang in chemicaliëndistributeur IMCD werd een rendement conform de doelstelling van +10% op jaarbasis gerealiseerd.

De structuur van de E.E.T. modelportefeuille

Bij de samenstelling van de E.E.T. modelportefeuille wordt onderscheid gemaakt tussen Laag Risico aandelen (beta-factor < 0,75) en Hoog Risico aandelen (beta-factor > 0,75). De beta-factor is een coëfficiënt die aangeeft hoe volatiel (en daarmee risicovol) een aandeel is in vergelijking met het marktgemiddelde, waarbij een factor 1 als het marktgemiddelde geldt.

Per 30 juni 2026 voldeden acht van de 15 deelnemingen in de portefeuille aan de definitie van een Laag Risico-aandeel. In oplopende volgorde ziet de ranglijst er als volgt uit:

1. Wolters Kluwer	0,15
2. Acom	0,24
3. RELX	0,25
4. Nedap	0,44
5. Unilever	0,45
6. DSM-Firmenich	0,58
7. Aegon	0,63
8. Vopak	0,73

Hiermee was 49% van de E.E.T. Modelportefeuille belegd in Laag Risico aandelen. Dit betekent overigens niet dat deze aandelen onder alle (markt)omstandigheden een minder dan gemiddeld koersrisico lopen. Zo daalde de beurskoers van Wolters Kluwer met 68% in de periode februari 2025 – juni 2026, terwijl de benchmark AEX-index over deze periode juist een stijging van 15% noteerde. Dit toont de *full impact* van de Anti-AI trade: aandelen Wolters Kluwer werden op grote schaal verkocht vanwege de vrees dat het verdienmodel onder druk zou komen te liggen door de komst van goedkopere AI-gedreven alternatieven. Tot op heden blijkt deze vrees ongegrond te zijn. Wolters Kluwer claimt dat met behulp van de nieuwe AI-toepassingen het eigen productaanbod juist sneller kan worden ontwikkeld en geïntroduceerd bij haar klanten. Een dergelijke *win-win* situatie levert de aandeelhouder Wolters Kluwer dus een sterkere onderneming op tegen een substantieel lagere waardering dan anderhalf jaar geleden.

Het vorenstaande impliceert dat zeven van de 15 deelnemingen in de portefeuille het predikaat Hoog Risico-aandeel dragen. In oplopende volgorde ziet deze ranglijst er als volgt uit:

1. Kendrion	0,91
2. TKH Group	1,01
3. Sligro Food Group	1,05
4. Aalberts	1,31
5. BE Semiconductor	1,37
6. ASM	1,55
7. Adyen	1,84

Als vuistregel geldt dat hoe hoger de risicograad, des te sterker het opwaarts koerspotentieel van het aandeel dient te zijn. Niet vreemd, je accepteert immers uitsluitend een hoger risico als er een voorziene adequate vergoeding tegenover staat.

Ten opzichte van de portefeuille van ultimo 2025 is het percentage Laag Risico aandelen met 7%-punt gestegen van 42% naar 49%. Dit is deels het gevolg van de afwaardering van databedrijven RELX en Wolters Kluwer – die hierdoor een aantrekkelijke toevoeging aan de portefeuille werden - en anderzijds door het feit dat veel Hoog Risico aandelen de achterliggende periode hebben ‘geleverd’, dat wil zeggen: de verwachte koersstijging heeft zich

daadwerkelijk gemanifesteerd. Dit geldt in bijzondere mate voor de chipmachinefabrikanten ASM en BE Semiconductor, maar evenzeer voor de minder liquide smallcaps Acom, Kendrion en Nedap.

Naast de risico-maatstaf is de inkomenscomponent een wegingsfactor, waarbij de som van dividendrendement en rendement uit inkoop van eigen aandelen bepalend is. Per 30 juni 2026 waren onderstaande deelnemingen uit de portefeuille de aandelen met de hoogste inkomenscomponent*:

1. Aegon	8,6%
2. Wolters Kluwer	8,6%
3. Sligro Food Group	8,4%
4. RELX	8,2%
5. Kendrion	7,6%
6. Acom	6,2%
7. Vopak	6,1%
8. DSM-Firmenich	5,6%

*) = inkomenscomponent: getaxeerd dividend 2026 + rendement uit share buy back in 2026 in procenten van beurskoers per 30-6-2026

Circa 47% van de portefeuille was per medio 2026 belegd in bovenstaande aandelen met een relatief hoge inkomenscomponent. Voor de resterende deelnemingen in de portefeuille geldt een duidelijk lagere inkomenscomponent. In aflopende volgorde:

1. Aalberts	5,0%
2. Unilever	4,9%
3. Nedap	4,3%
4. TKH Group	4,1%
5. BE Semiconductor	1,6%
6. ASM	0,8%
7. Adyen	0,0%

Circa 48% van de portefeuille was per medio 2026 belegd in bovenstaande aandelen met een betrekkelijk lage inkomenscomponent. De laatste drie – Besi, ASM en Adyen – zijn typische groei-ondernemingen waar de inkomenscomponent traditioneel van ondergeschikt belang is. Indien een deelneming een relatief lage inkomenscomponent heeft, dient, teneinde aan de gemiddelde jaarlijkse rendementsdoelstelling van tenminste 10% te komen, een evenredig groter deel van de te realiseren waardevermeerdering uit toekomstige koersappreciatie te komen. Niet verwonderlijk dat de drie aandelen met de laagste inkomenscomponent per 30 juli jl. de grootste discount doen voor wat betreft de beurskoers in verhouding tot de doelkoers van analisten.

	Beurskoers 31-7-2026	Consensus doelkoers analisten	Discount
1. BE Semiconductor	€ 198	€ 317	-38%
2. ASM	€ 801	€ 1.118	-28%
3. Adyen	€ 877	€ 1.292	-32%

Tenslotte is het winstmomentum en het aandelenkoers-momentum een wegingsfactor. De vuistregel luidt dat een aandelenkoers gemiddeld zes à negen maanden vóórloopt op de onderliggende winstontwikkeling. Stel dat de analistenconsensus ervan uitgaat dat een onderneming een 10% hogere winst per aandeel moet kunnen realiseren in een boekjaar, dan zal de beurskoers daar op anticiperen en wordt deze verwachting, andere invloedsfactoren daargelaten, geleidelijk ingeprijsd in de waardering ter beurse. Valt de uiteindelijke (kwaliteit van de) winst mee of tegen, dan past de beurskoers zich bij bekendmaking van het werkelijke resultaat direct aan, om zich daarna te richten op de nieuwe (aangepaste) analistenconsensus. Tot voor kort volgde het aandelenkoers-momentum in de meeste gevallen het winstmomentum van een onderneming. Nu passieve beleggers met een uitgesproken Top-down benadering, steeds bepalender worden bij de assetallocatie, is deze liniaire relatie niet meer vanzelfsprekend. De hiervoor genoemde Anti-AI trade is hiervan een voorbeeld: ondanks het stijgende winstmomentum van dataleveranciers RELX en Wolters Kluwer was het aandelen-momentum van beide aandelen negatief gedurende de afgelopen anderhalf jaar. Dit leidde tot de bijzondere situatie dat de waardering van beide aandelen in korte tijd zodanig onder druk kwam te liggen, dat opname in de portefeuille als vanzelf opportuun werd gezien de aantrekkelijke combinatie van de twee andere wegingsfactoren: Laag risico en Hoge inkomenscomponent.

Per 31 juli 2026 was de structuur van de E.E.T. modelportefeuille als volgt:

		Koers	K/W 2026	K/W 2027	AR 2026	AR 2027	% weging
1.	RELX	30,62	21,9	20,1	7,4%	7,6%	8,9%
2.	TKH Group	42,56	13,1	11,1	4,2%	9,2%	8,0%
3.	Unilever plc	55,74	16,9	16,2	4,6%	4,8%	7,8%
4.	ASM	801	35,6	27,6	0,9%	1,0%	7,5%
5.	Adyen	877	22,8	19,1	0,0%	0,0%	7,2%
6.	Vopak	48,98	13,1	12,4	5,7%	5,8%	7,2%
7.	Sligro Food Group	10,50	14,0	8,4	9,0%	10,6%	6,7%
8.	Aalberts	42,56	14,2	11,3	4,6%	4,9%	6,5%
9.	Wolters Kluwer	67,88	11,8	11,4	7,2%	7,4%	6,3%
10.	BE Semiconductor	198	52,9	33,0	2,3%	3,1%	5,8%
11.	Aegon	8,24	9,4	8,7	7,8%	8,2%	5,8%
12.	DSM-Firmenich	93,38	25,6	23,3	5,0%	5,0%	5,5%
13.	Nedap	96,10	21,4	19,2	4,3%	4,7%	4,5%
14.	Kendrion	19,04	14,1	12,3	7,8%	5,0%	4,4%
15.	Acomio	23,80	11,9	10,8	5,9%	6,3%	4,2%
	Liquide middelen						3,7%
	Gemiddeld:		21,3	17,5	5,4%	5,8%	100,0%

K/W = Koers/winstverhouding 2026 en 2027 op basis van (actuele beurskoers : getaxeerde winst per aandeel 2026 en 2027);

AR = Aanvangsrendement: getaxeerd dividendrendement + getaxeerd rendement uit inkoop eigen aandelen

Weging = %-gewicht in de E.E.T. modelportefeuille per 31 juli 2026

Toelichting:**1. RELX**

De grootste positie in de E.E.T. modelportefeuille. De dataleverancier profiteert van de groei in nieuwe AI-applicaties waardoor de producten uit de eigen databank (zoals LexisNexis) sneller kunnen worden geïntroduceerd bij klanten en de groei van de winst daardoor versnelt. De anti-AI trade heeft de beurskoers de afgelopen 18 maanden doen halveren. Hierdoor is het aanvangsrendement opgelopen naar een stevige 7,4%. De inkoop van eigen aandelen tegen een lage beurskoers versterkt bovendien de stijging van de winst per aandeel de komende jaren in aanzienlijke mate.

2. TKH Group

Kabelspecialist met sterke marktposities in bandenbouw en Vision-technologie. Performance is al jarenlang ondermaats, maar daar komt binnenkort verandering in als de Electrificerings-divisie wordt afgesplitst en een aparte beursnotering krijgt. In het verlengde hiervan volgt een aandeleninkoopprogramma, waaruit een aanvangsrendement van naar schatting 9,2% in 2027 kan worden berekend.

3. Unilever plc

De afsplitsing van de ijsdivisie in 2025 en de aanstaande exit van de voedingsdivisie verschaffen een nieuw groei-elan aan Unilever. Met de nadruk op Beauty & Wellness en Huishoudelijke Producten blaast ceo Fernando Fernandez de voormalige *laggard* Unilever nieuw leven in. De afgelopen maand enthousiast ontvangen halfjaarcijfers vormen het eerste signaal van een aantrekkelijk aandelenkoers-momentum.

4. ASM

Chipmachinefabrikant die volop profiteert van de sterke vraag naar geheugencapaciteit door de hyperscalers. Tot voor kort werd een cyclische waardering (gemiddeld 5x 'top-of-the-cycle' winst) aan de aandelen toegekend, maar nu de cyclus voor de komende twee à drie jaar op de toppen van z'n kunnen blijft accelereren, is een minder-cyclische en dus hogere waardering aannemelijk.

5. Adyen

Online betaalplatform dat sinds 2018 aan de beurs is genoteerd. Sterk langjarig trackrecord maar met een tekortschietend kapitaalallocatie- en investor relationsbeleid. Daardoor is de TSR, de Total Shareholders' Return, de afgelopen vijf jaar negatief geweest. Daar volgt logischerwijs een forse onderwaardering ten opzichte van de benaderde waarde volgens de analistenconsensus uit. Deze bedraagt momenteel circa 27%. En dan volgt opname in de E.E.T. modelportefeuille (per april 2026).

6. Vopak

Strak aangestuurd tankopslagbedrijf met een sterke internationale spreiding waardoor geopolitieke spanningen goed in de organisatie kunnen worden opgevangen. Een voortreffelijke kapitaalallocatie zorgt voor een solide aanvangsrendement in combinatie met een laag risicoprofiel. Een steunpilaar in de E.E.T. modelportefeuille.

7. Sligro Food Group

Marktleider in foodservices in Nederland met een aandeel van 25%+. De winstgevendheid van de groep laat echter al bijna 10 jaar te wensen over door een weinig gelukkige expansie naar de Belgische markt, alwaar vooralsnog uitsluitend verliezen worden geleden. De (lage) beurswaardering is er ook naar. Daarin schuilt evenwel de attractie van een belegging in Sligro Food Group. Sinds afgelopen najaar koopt de onderneming eigen aandelen in, vooruitlopend op een structureel winstherstel vanaf 2027. Sligro Food Group is een uitgesproken *turn around candidate* met een aanvangsrendement van 9,0%.

8. Aalberts

Industriële toeleverancier die momenteel profiteert van een aantrekkelijk winstmomentum. De laatcyclische semicon-activiteiten van Aalberts zullen vanaf de tweede helft van dit jaar een groei-versnelling gaan laten zien. De beurskoers is in de eerste helft van 2026 weliswaar knap hersteld van een uitgesproken zwakke fase (2021-2025), maar de huidige waardering biedt nog alle ruimte voor een verder koersherstel in de richting van de *all-time high* van € 58,- (begin 2022).

9. Wolters Kluwer

Zie toelichting RELX. Met als toevoeging dat de markt- en financiële positie van Wolters Kluwer minder sterk wordt ingeschat. De kans op een overname door een derde partij is bij de huidige bescheiden waardering navenant hoog.

10. BE Semiconductor

Zie toelichting ASM. Met als toevoeging dat een overname door een derde partij (grootaandeelhouder Applied Materials heeft 9%-belang) in de nabije toekomst aannemelijk is, mede gezien de gevorderde leeftijd van ceo Richard Blickman.

11. Aegon

De meest liquide belegging in de E.E.T. modelportefeuille. Met de verkoop van Aegon UK aan Standard Life voor £ 2 miljard zet de verzekeraar een verdere stap om in januari 2028 een volledige Amerikaanse beursnotering te realiseren. Een inkomenscomponent van 7,8% - dividendrendement van 5,3% + dividend uit aandeleninkoop van 2,5% - legt een stevige basis onder deze defensieve deelneming.

12. DSM-Firmenich

Sinds medio maart is het chemie- en ingrediëntenbedrijf bezig aan een imposant koersherstel dat recent werd versterkt door overtuigende halfjaarcijfers. Vanaf de laagste beurskoers van 11 maart (€ 55,22) staat de teller nu op +68%. Indien DSM-Firmenich erin slaagt de eerder geschetste verwachtingen met betrekking tot de synergie tussen beide fusiepartners te realiseren, is een verdere positieve bijdrage aan de performance van de E.E.T. modelportefeuille alleszins aannemelijk.

13. Nedap

Vaste waarde in de E.E.T. modelportefeuille. De softwareleverancier uit Groenlo is internationaal marktleider in de segmenten Retail, Security en Livestock en is nationaal marktleider in Healthcare. Dit leidt tot een gestaag groeiend bestand vaste abonnees met dito stijgende inkomsten. Dit vormt weer de basis voor een hoge (80%+) dividenduitkering die op basis van de recente beurskoers 4,3% aanvangsrendement levert.

14. Kendrion

Met een marktwaarde van circa € 300 miljoen is elektromagnetenspecialist Kendrion naar beurswaarde gemeten verreweg de kleinste deelneming in de E.E.T. modelportefeuille. In de eerste helft van het boekjaar heeft Kendrion een mooie bijdrage aan de performance geleverd (+43%). Desondanks is de beurswaardering met een forward P/E van 12,3x de verwachte winst 2027 nog altijd bescheiden.

15. Acomo

Het handelsbedrijf in plantaardige voedingsingrediënten tekende voor een uitstekend boekjaar 2025, waarmee een periode van tegenvallende resultaten werd beëindigd. Echter, daarmee werd de vergelijkingsbasis voor de cijfers in het lopende boekjaar een behoorlijk uitdagende. Gezien de instabiele geopolitieke situatie van dit moment en de consequenties die deze kunnen hebben voor de resultaten van Acomo, is besloten de positie tijdelijk te verkleinen.

Perspectief voor de tweede helft van 2026

Bij het formuleren van de verwachting voor het tweede deel van het lopende boekjaar kan onderscheid worden gemaakt tussen het macro-economisch perspectief en de ondernemingsspecifieke aspecten.

(1) Macro-economisch perspectief

Er bestaat onverminderd grote onzekerheid rond de verwachtingen met betrekking tot de economische groei. De geopolitieke situatie heeft daar sinds de start van de oorlog tussen de Verenigde Staten en Iran begin maart nog een dimensie aan toegevoegd. Zolang dit conflict boven de markt blijft hangen, is het niet aannemelijk dat de inflatieprojecties neerwaarts kunnen worden bijgesteld. Een tweede risico-factor betreft de politieke verhoudingen in de westerse wereld. Dit speelveld blijft een bron van onzekerheid, wat ook valutair tot onvermoede consequenties kan leiden. Een zwakkere euro is in dit kader een scenario dat een impact zou kunnen gaan hebben op de performance van de portefeuille.

(2) Ondernemingsspecifiek perspectief

De uitgangspositie van de deelnemingen in de portefeuille is als kansrijk te kwalificeren voor de komende periode. Deze kwalificatie is mede gebaseerd op de kwaliteit van de recent gepubliceerde halfjaarcijfers. Alle deelnemingen zijn winstgevend en tonen een opwaarts winstmomentum. Daarbij doen de beurswaarderingen van de deelnemingen in de portefeuille een substantiële discount ten opzichte van de waarde die goed ingevoerde beleggingsanalisten toekennen aan deze ondernemingen. Op het moment van schrijven bedraagt deze portefeuille-discount 15%.

Uitgaande van het hier geschetste perspectief en het reeds in de eerste helft van het jaar gerealiseerde resultaat, is de verwachting dat de rendementsdoelstelling – een netto resultaat van tenminste 10% na kosten – in het boekjaar 2026 kan worden gerealiseerd.

Amstelveen, 6 augustus 2026

Willem Burgers