

## CORONA UPDATE

Beste Aandeelhouders,

Allereerst hopen wij dat het met uw gezondheid, van uw familie en dierbaren goed gaat. Daarnaast zijn wij bijzonder trots op onze participaties en de meer dan 60.000 werknemers die onder lastige omstandigheden voor ons de 'kastanjes uit het vuur halen'. Onze gedachten gaan ook uit naar de medewerkers die getroffen zijn.

Het coronavirus houdt iedereen en de financiële markten in haar greep. Wij zijn geen virologen, over hoelang deze pandemie nog duurt, doen wij dan ook geen uitspraken. Dat er vroeg of laat een vaccin of medicijn wordt ontwikkeld om deze pandemie te bestrijden lijkt ons zeer aannemelijk. Hieronder kunt u lezen wat de implicaties zijn van de 'coronacrisis' op de economie, de financiële markten, onze beleggingsstrategie en -portefeuille.

Wij danken u voor het in ons gestelde vertrouwen, zowel in goede als in minder goede tijden. Wij zijn er van overtuigd dat wij sterker uit deze 'coronacrisis' tevoorschijn zullen komen.

Een gezonde groet en fijne Paasdagen,

Hilco Wiersma, Willem Burgers en Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 10 april 2020

### Inleiding

Het coronavirus mondde in maart uit tot een pandemie waarbij ruim drie miljard mensen in een 'lockdown' zijn terecht gekomen. Deze wereldwijde virusuitbraak van een niet eerder vertoonde omvang bleek de 'black swan' voor de financiële markten te zijn. De wereldwijde aandelenbeurzen kelderden in slechts een aantal weken met tientallen procenten. De snelheid en diepte van deze 'beurscrash' is uniek in zijn soort.

Ook Add Value Fund werd hard geraakt. De intrinsieke waarde per aandeel daalde in maart met 20%, de grootste maandelijkse daling ooit sinds de start in februari 2007. Net als in 2008 doen wij het nu minder slecht dan het marktgemiddelde en concurrenten, al is dit een schrale troost. Wij zijn er echter van overtuigd, dat wij net als in 2009, sterker uit deze 'coronacrisis' tevoorschijn zullen komen.

### Beleggingsstrategie blijft onveranderd

Ondanks de 'coronacrisis' blijven wij vasthouden aan onze beleggingsstrategie. Wij kiezen ook nu bewust voor een geconcentreerde en gediversifieerde beleggingsportefeuille. Veel sectoren en bedrijven voldoen namelijk niet aan onze stringente beleggingscriteria. Vanwege het onaantrekkelijk risico- en rendementsprofiel beleggen wij al sinds de vorige crisis in 2008 niet in banken en verzekeraars, food en non-food retailbedrijven, vastgoedfondsen, luchtvaartmaatschappijen, pure olie- en gasbedrijven en bouwondernemingen.

Wij beleggen in bedrijven waarvan de producten en diensten sneller kunnen groeien dan het bruto binnenlands product. De focus ligt daarbij op winstgroei, waardecreatie en een duurzaam dividend.

Daarnaast moeten de bedrijven Europees of wereldwijd actief zijn en een hoogtechnologisch en innovatief karakter hebben. Een bewezen en toekomstbestendig bedrijfs- en verdienmodel, goed management, marktleaderschap en een sterke balans zijn een vereiste. Wij kijken momenteel scherper dan ooit naar de liquiditeiten, kasstroom, werkkapitaal,

voorraden, rentedragende schulden en goodwill van onze participaties. En tevens of dividenden ter discussie staan en bankconvenanten niet in het geding komen.

Wij zijn ervan overtuigd dat onze participaties in portefeuille sterker uit deze ‘coronacrisis’ tevoorschijn zullen komen. De bedrijven zijn weerbaarder dan in 2008 en staan er in alle opzichten beter voor dan ooit tevoren. Met name hun financiële slagkracht, innovatievermogen en concurrentiekracht.

### Duizenden miljarden aan stimuleringsmaatregelen

Wereldwijd hebben centrale banken en overheden voor duizenden miljarden aan stimuleringsmaatregelen en garanties aangekondigd om de economische neergang te beperken. De omvang van de maatregelen is ongekend, oplopend van 5% tot 15% van het bruto binnenlands product. Ondanks al deze steunmaatregelen zal de wereldwijde economie vanaf het tweede kwartaal in een recessie belanden. Hoelang en hoe diep deze recessie zal zijn is op dit moment onvoorspelbaar. Echter, in China, de op een na grootste economie ter wereld, zijn al voorzichtig de eerste tekenen van herstel waarneembaar. De scherp gedaalde olieprijs dit jaar is een extra economische steun in de rug.

In het verleden is gebleken dat de duur van de recessie belangrijker is voor het herstel van de financiële markten dan de diepte van de economische neergang.

Voor ons als actieve en betrokken lange termijn belegger is het noodzaak om in deze onzekere tijden koers te houden en door de ‘coronacrisis’ heen te kijken. Immers, beleggen is vooruitkijken en beurskoersen lopen minimaal zes tot negen maanden voor op de economische realiteit. Zoals u in onderstaande grafiek kunt zien behaalde Add Value Fund haar hoogste rendement in 2009 terwijl de wereldwijde economie in een diepe recessie zat en de grootste krimp sinds tijden liet zien.

## STERK LANGE TERMIJN TRACK RECORD

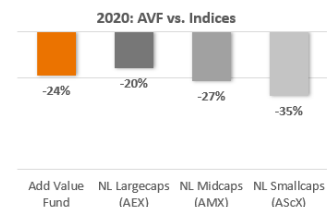
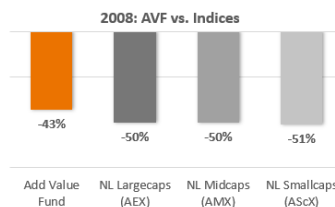
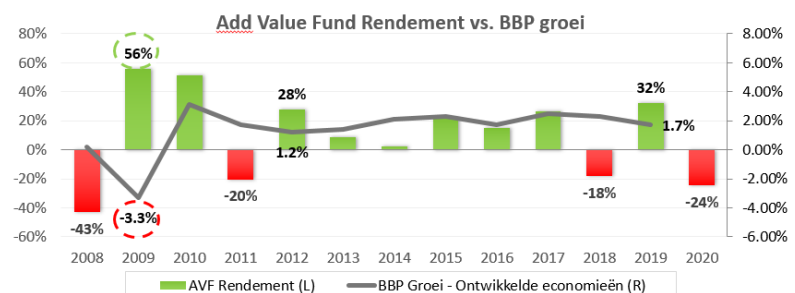
### Waarde toevoegen

AANDELENMARKTEN LOPEN VOOR OP DE ECONOMISCHE REALITEIT

Verband tussen BBP en het jaarrendement van AVF is negatief

Beste jaar AVF terwijl de BBP in ontwikkelde landen met 3,3% kromp

Outperformance in zowel goede als slechte tijden



\*Na kosten en peildatum 31/03/2020; Bron: Bloomberg en IMF World Economic Outlook (Oktober 2019)



Financiële markten zijn inefficiënt en niet rationeel

Financiële markten zijn in tijden van angst en paniek inefficiënt en niet rationeel. Er wordt dan geen onderscheid meer gemaakt tussen goede en slechte bedrijven en goedkope of dure aandelenwaarderingen. Gedwongen verkopen door 'redemptions' bij actieve en passieve beleggingsfondsen en 'short selling' versterken de koersdruk.

Euronext Amsterdam is een van de weinige beurzen in de wereld waar 'hedge funds' en speculanten nog wel 'short' mogen gaan. Met name small- en midcap aandelen worden daardoor extra hard geraakt vanwege de minder goede verhandelbaarheid ter beurse.

Dit biedt voor ons als 'bottom-up stock-pickers' kansen. Wij hebben dan ook nuttig gebruik gemaakt van de forse koersdalingen om gezonde en sterke bestaande participaties uit te breiden. Daarnaast hebben wij een participatie in zijn geheel verkocht en twee participaties licht verkleind vanwege concentratierisico.

Kaarten worden opnieuw geschud – verschil tussen winnaars en verliezers wordt nog groter

Door de 'coronacrisis' worden de kaarten in 2020 opnieuw geschud. Zombiedbedrijven die hun kosten van kapitaal, ondanks de ultralage rente, niet goed kunnen maken en geen sterke balans hebben zullen gaan afvallen.

Het verschil tussen de 'verliezers en winnaars' wordt op de beurs nog groter. Concurrentiekracht en innovatievermogen is nu essentieel. Menselijk kapitaal, onderzoek en ontwikkeling, patenten en disruptieve technologie zijn cruciaal om het verschil te kunnen maken. Sterke bedrijven zullen blijven investeren en innoveren om marktaandeel en hun technologievoorsprong te doen vergroten.

Daarnaast is voldoende liquiditeit en een ijzersterke balans met relatief weinig rentedragende schulden en goodwill en een hoge solvabiliteit een absolute voorwaarde om de 'coronacrisis' goed te kunnen doorstaan.

Impact 'coronacrisis' op portefeuille en participaties

Wij hebben de afgelopen weken vele gesprekken gevoerd met de directies en Raden van Bestuur van onze participaties. Het is duidelijk dat de meeste participaties in onze portefeuille de komende maanden geraakt gaan worden. De industriële bedrijven, en dan met name die toeleverancier zijn aan de automobielenindustrie, zullen in eerste instantie het zwaarst getroffen worden. Nagenoeg alle autofabrieken buiten China zijn of gaan wereldwijd de komende weken dicht.

Echter, zij hebben voldoende sterke kapitaalbuffers, liquiditeiten en kredietlijnen om sterker uit deze 'coronacrisis' tevoorschijn te komen.

Wij zijn dan ook van mening dat al onze participaties 'coronaproof' zijn. Bijna 60%-weging van onze portefeuille is schuldenvrij en heeft een ruime netto kaspositie. De overige participaties hebben relatief weinig rentedragende schulden en goodwill op hun balans en een sterke kasstroom.

Ruim 85% van onze participaties zijn actief in de business-to-business en slechts circa 15% in de business-to-consumer. Participaties zijn niet actief in de toerisme- en vastgoedsector en nagenoeg niet afhankelijk van de olie- en gasindustrie.

De eerste kwartaalcijfers van onze participaties zullen over het algemeen nog goed zijn. Echter, de meerderheid van onze participaties zal vanaf het tweede kwartaal de negatieve gevolgen gaan ondervinden van de 'coronacrisis'. Desondanks zal naar verwachting circa 40% van onze portefeuilleweging dit jaar een hogere nettowinst realiseren dan in 2019.

Investerings in 5G, cloud computing, kunstmatige intelligentie en datacenters zullen door het coronavirus toenemen en versneld plaatsvinden omdat wereldwijd honderden miljoenen mensen noodgedwongen thuis moeten werken. Ook de vraag naar offshore wind, software voor de gezondheidszorg en gezonde voedingsmiddelen zal onverminderd hoog blijven.

Bij de overige circa 60% portefeuilleweging gaan wij uit van worst-case scenario's waarbij de bedrijfswinsten kunnen dalen in een bandbreedte van 25% tot zelfs 75%. Ondanks deze forse winstdalingen zijn wij van mening dat onze geconcentreerde en gediversifieerde portefeuille voldoende weerbaar is en financiële slagkracht heeft om de 'coronacrisis' goed te kunnen doorstaan.

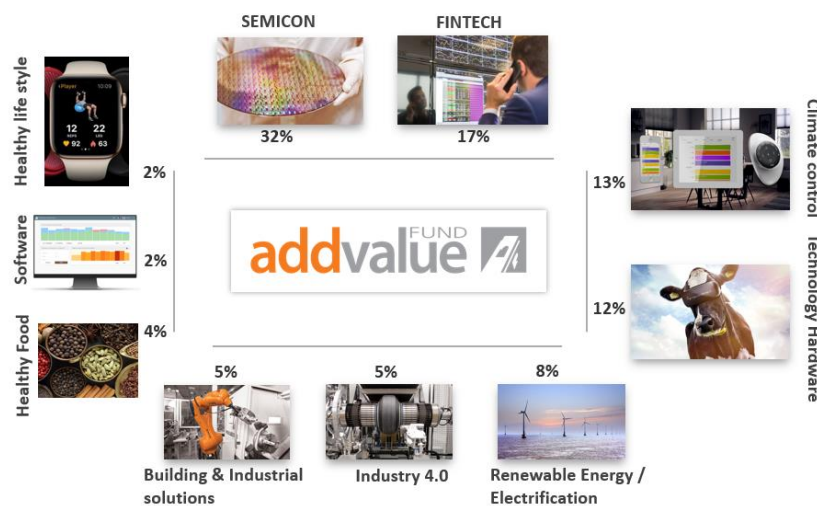
In de twee onderstaande overzichten hebben wij schematisch weergegeven hoe onze portefeuille is samengesteld naar klant en eindmarkten, sector en technologie, geografie, schuldgraad, beurswaarde en beurswaardering.

## PORTEFEUILLE: 13 'HIDDEN CHAMPIONS'

### Geconcentreerde en gediversifieerde portefeuille

| Gewogen Portefeuille   | Karakteristieken |
|------------------------|------------------|
| K/W-Verhouding 2020    | 12x              |
| Dividendrendement 2020 | 2,9%             |
| Aantal participaties   | 13               |
| Gemiddelde beurswaarde | € 1,8 mld        |
| Schuldratio            | 0,1              |

- Weinig of geen schuld
- Focus op technologie en R&D
- 20% weging onder boekwaarde
- 60% weging schuldenvrij
- 40% weging geen/positieve impact COVID-19



Peildatum: 31 maart 2020

## PORTEFEUILLE: WEERBAAR TEGEN COVID-19

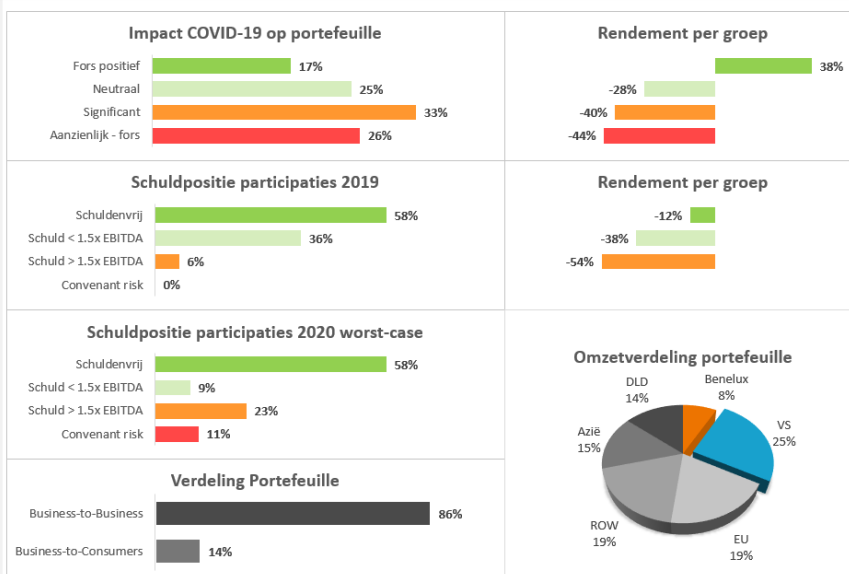
### Geconcentreerde en gediversifieerde portefeuille

#### Impact COVID-19:

- Kritische blik op schuldpositie
- Bankconvenanten
- Kasstroom
- Liquiditeiten
- Kredietlijnen

#### Ondanks COVID-19:

- Gaat technologietransitie door
- En zijn er bedrijven die weinig, geen of zelfs positieve gevolgen zien voor hun businessmodel



Peildatum: 31 maart 2020

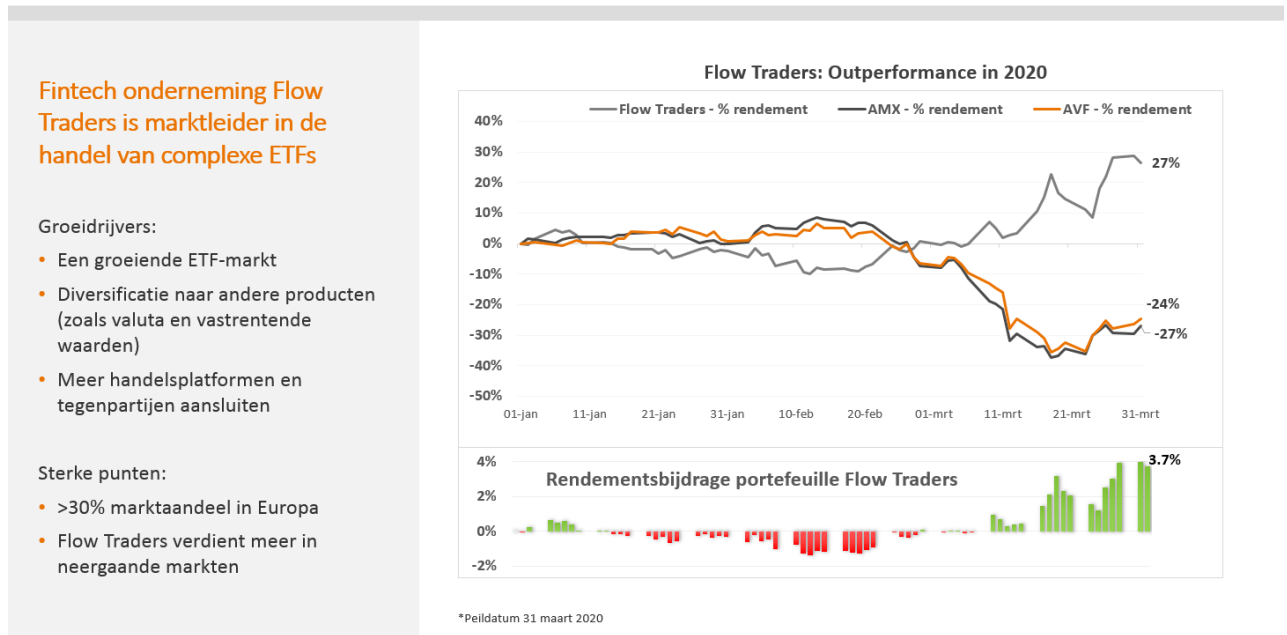
Troefkaart in handen

Onze grootste participatie (17% weging) Flow Traders is onze 'hedge' in portefeuille en dempt het verlies in neergaande aandelenmarkten. De enorme onrust en hoge koersvolatiliteit op de financiële markten is 'koren op de molen' voor de wereldwijde liquiditeitsverschaffer in Exchange Traded Products. De onderneming floreert namelijk naarmate de handelsvolumes en spreads op de beurzen sterk toenemen.

Flow Traders is dit jaar de 'star performer' en enige 'witte raaf' in onze portefeuille met een koersstijging van 35%. Ondanks deze koersstijging is de schuldenvrije onderneming nog zeer bescheiden gewaardeerd en biedt het naast een aantrekkelijk dividendrendement bescherming als aandelenbeurzen gaan dalen.

De onderneming zal hoogstwaarschijnlijk in het eerste kwartaal en over geheel 2020 recordresultaten behalen. Als onze verwachtingen uitkomen sluiten wij een koersverdubbeling dit jaar zeker niet uit. Immers, in februari 2018 steeg de beurskoers na een recordmaand met ruim 70%. Wij handhaven daarom de hoge weging in portefeuille.

**FLOW TRADERS: HEDGE IN DE PORTEFEUILLE**



Prijs is wat je betaalt en waarde is wat je krijgt

De beurskoersen van de meerderheid van onze participaties zijn gedaald naar een niveau dat onze worst-case winsttaxatie scenario voor 2020 weerspiegelt. Dit houdt in dat een groot gedeelte van al het slechte nieuws al is in geprijsd in de huidige beurswaarderingen. Dat wil niet zeggen dat goede bedrijven tijdelijk nog goedkoper kunnen worden. Beurskoersen voorspellen op korte termijn is dan ook niet mogelijk.

Wat wij wel zien is dat door de enorme koersdalingen tot wel 75% er een enorme discrepantie is ontstaan tussen de prijs van onze participaties en de waarde. Een aantal participaties, circa 20% portefeuilleweging, noteert nu ruimschoots onder hun zichtbare eigen vermogen per aandeel. Oplopend van 10% tot zelfs 30%.

De werkelijke intrinsieke waarde ligt doorgaans nog hoger dan het eigen vermogen omdat deze bedrijven jaarlijks fors afschrijven. Wij verwachten dat deze bedrijven ook in 2020 winst zullen gaan maken. De verborgen waarde is dus nog groter dan de balans per ultimo 2019 aangeeft.

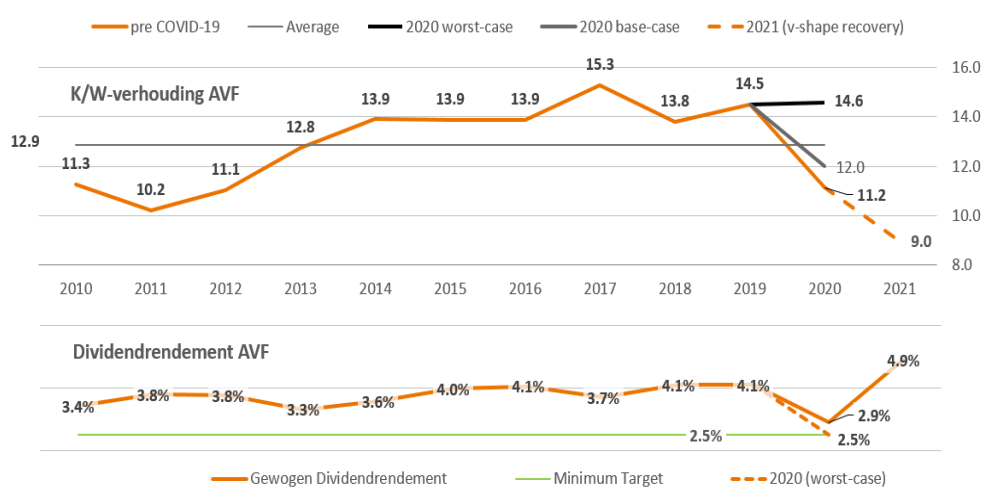
Op basis van onze worst-case winsttaxaties noteert onze portefeuille tegen een gewogen koers/winstverhouding van 14,6 keer de verwachte winst 2020. En komt het verwachte worst-case gewogen dividendrendement uit op 2,5%. Dat is nog steeds precies onze doelstelling van tenminste 2,5% op jaarbasis.

Vier participaties met een portefeuilleweging van 17% hebben al laten weten uit voorzorg het dividend over het boekjaar 2019 te passeren. Dit hebben wij al meegenomen in ons *worst-case* scenario. Het is goed mogelijk, als de participaties het tweede en derde kwartaal goed doorkomen, dat ze alsnog hun dividend of een gedeelte daarvan dit jaar gaan uitkeren.

In onderstaand overzicht hebben wij het verloop van de gewogen koers/winstverhouding en gewogen dividendrendement sinds onze beursnotering weergegeven. Tevens hebben wij ons *base-case* en het *best-case* scenario weergegeven voor 2020 en een *V-shape recovery* voor 2021.

## Waardering

### 2020: Coronacrisis zorgt voor aantrekkelijke waardering en dividendrendement



\*Taxatie AVF, Peildatum 31 maart 2020

### Belangen lopen parallel, zowel in goede als in minder goede tijden

De fondsbeheerders beleggen sinds oprichting zelf ook in het fonds, zodat de belangen parallel lopen met alle andere aandeelhouders. Wij noemen dat *'skin in the game'*. Gebruikmakend van de grootste maandelijkse koersdaling ooit heeft de directie en het beheerteam in maart haar aandelenparticipatie in Add Value Fund uitgebreid.

Mocht u nog vragen hebben, aarzel niet om contact met ons op te nemen.

Add Value Fund Management B.V.

Johannes Vermeerstraat 14

1071 DR Amsterdam

T +31 (0)20 570 30 57

F +31 (0)20 570 30 50

E [info@addvaluefund.nl](mailto:info@addvaluefund.nl)

W [addvaluefund.nl](http://addvaluefund.nl)

T @AddValueFund