



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in maart een wisselend beeld zien. De AEX-Index daalde met 0,7% naar 724,2, de Amsterdam Midkap Index steeg met 2,3% naar 1.050,1 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 6,6% hoger op 1.443,8.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in maart met 2,6% van € 95,98 naar € 98,44. Over de eerste drie maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -5,0% gerealiseerd.

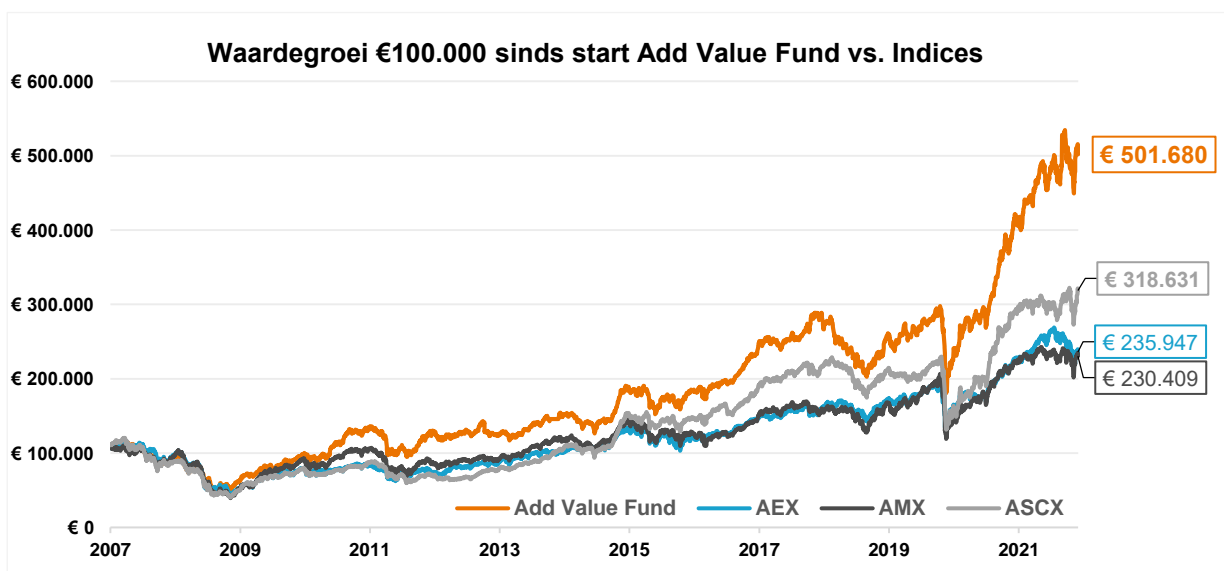
Het fondsvermogen per 31 maart 2022 bedroeg € 169,2 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 163,1 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind maart een creditsaldo en overige overlopende posten van 3,6% van het fondsvermogen.

- 1) In maart realiseerden 6 van de 12 participaties (= 50%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 8 van de 12 participaties (= 67%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **ASM International** het best in de portefeuille. Na een zwak begin van het jaar profiteerde de onderneming van een sterk herstel van technologie aandelen;
- 3) De zwakst presterende participatie in maart was **Aalberts**. Er was geen bedrijfsgerelateerd nieuws tijdens de maand dat aanleiding gaf tot deze *underperformance*.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	16,7%	1. ASM International	15,2%	1. Aalberts	-5,1%
2. Hunter Douglas	15,3%	2. Sif Holding	7,5%	2. Kendrion	-1,9%
3. BE Semiconductor Ind.	14,3%	3. TKH Group	2,6%	3. Hunter Douglas	-0,8%



Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum.	401,7%	135,9%	130,4%	218,6%
Fondsvermogen	€ 169,2 mln	2022	-5,0%	-9,0%	-2,8%	3,6%
Beurskoers	€ 98,74	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 98,44	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Aantal uitstaande aandelen	1.718.973	2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2017	26,7%	16,5%	24,7%	34,5%
Valuta	EUR	2016	14,9%	13,6%	0,8%	7,5%
ISIN Code	NL0009388743	2015	22,0%	7,4%	12,1%	38,7%
		2014	2,0%	8,7%	3,4%	18,3%
		2013	8,9%	20,7%	22,8%	30,3%
		2012	27,8%	14,0%	19,0%	11,3%
		2011	-20,3%	-8,9%	-24,6%	-21,0%
		2010	51,2%	9,2%	28,7%	16,4%
		2009	55,6%	41,9%	68,4%	52,0%
		2008	-43,1%	-50,3%	-50,5%	-50,8%
		2007	-3,2%	5,3%	-5,1%	-6,1%

Dividend	
Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	27 april 2021
Dividendbeleid en historie	Zie website

Rating	
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Neutral

Geannualiseerd rendement	1 jaar	3 jaar	5 jaar	10 jaar	sinds start
Add Value Fund	23,7%	29,0%	16,8%	14,7%	11,2%
AMX-index	5,0%	14,0%	10,0%	9,8%	5,7%

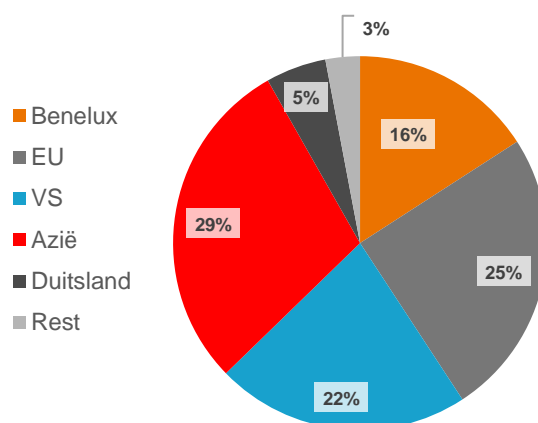
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 31-03-2022. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0	3,9
% Positieve maanden	63,7%	62,6%
% Positieve jaren	75,0%	68,8%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	68,8%	
Active share vs. AMX	85,8%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,3%	17,8%
Top-3 holdings % van totaal	46,3%	28,0%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	7,6%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,6%	
Beta (5 jaar)	0,96	
Beta (sinds begin)	0,86	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,85	0,60
Sharpe ratio (sinds begin)	0,63	0,50

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	53,8%	43,5%
> € 2 miljard	9,3%	38,5%
> € 1 miljard	12,7%	18,0%
> € 500 miljoen	7,5%	0,0%
< € 500 miljoen	16,8%	0,0%

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²¹	18,0	31,8
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	15,9	13,7
Dividendrendement ²⁰²¹	2,9%	2,4%
Dividendrendement ²⁰²²	3,4%	3,0%

Omzetverdeling portefeuille




Portefeuille naar eindmarkt



Duurzaamheid

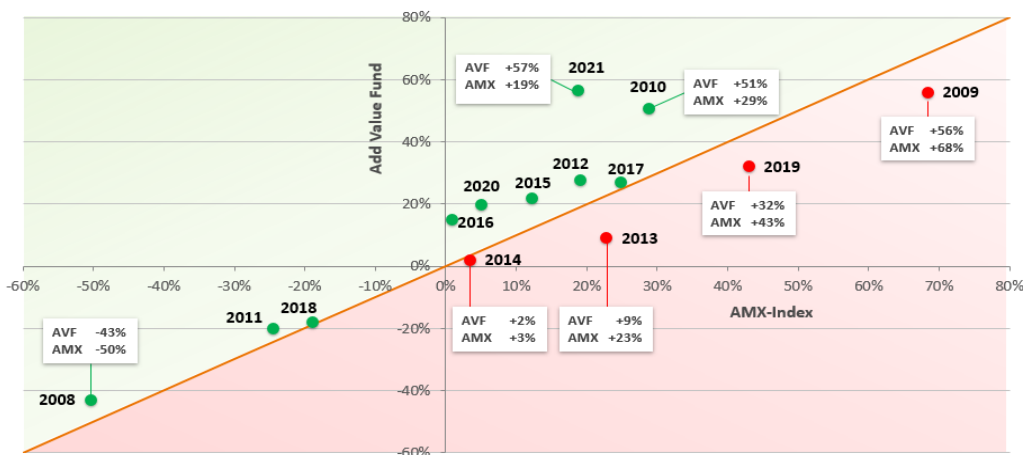
Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcapaandelen. Add Value Fund Management heeft als beleggingsinstelling de morele plicht om maatschappelijk verantwoord te opereren. Vanuit onze maatschappelijke verantwoordelijkheid beleggen wij niet in ondernemingen die stelselmatig overtredingen plegen op gebied van mensenrechten, arbeidsvoorwaarden, milieu en anticorruptie. Hierom hebben wij ons via onze moeder Optimix Vermogensbeheer N.V. aangesloten bij de [United Nations Global Compact](#). Om deze maatschappelijke verantwoordelijkheid te onderstrepen, heeft Optimix Vermogensbeheer N.V. de [UN Principles for Responsible Investment](#) ondertekend.

Duurzaamheid Rating

Morningstar Duurzaamheid Rangschikking 
 Morningstar Duurzaamheid Rangschikking % Top-2%



Outperformance vs. referentie-index (AMX) in zowel goede als slechte tijden



Recordwinsten zorgen voor recorddividenden en hoog dividendrendement

Nu de jaarcijfers van onze participaties binnenkomen wordt er ook bekendgemaakt hoeveel dividend er uitgekeerd gaat worden over het boekjaar 2021. Een onderneming kan ervoor kiezen om een deel van haar behaalde winst uit te keren als dividend aan haar aandeelhouders of te herinvesteren in de onderneming om zo winstgevende groei, autonoom of via acquisities, te creëren voor ons als aandeelhouder. Het rendement dat de onderneming kan behalen op het geïnvesteerde kapitaal is een bepalende factor in deze keuze. Kan de onderneming een hoger rendement behalen dan de gewogen kosten van kapitaal, dan creëert de onderneming aandeelhouderswaarde door een zo groot mogelijk deel van haar behaalde winst te herinvesteren in de onderneming. Naast dividend uitkeren en kapitaal alloceren voor groei kan de onderneming er ook voor kiezen om kapitaal aan te wenden voor het inkopen van eigen aandelen om de groei van de winst per aandeel te stimuleren. Het een hoeft het ander niet uit te sluiten. Verschillende participaties in portefeuille, zoals chipmachinefabrikanten ASMI en Besi, doen alle drie; investeren in groei, dividend uitkeren en eigen aandelen inkopen. Ofwel, *the best of all worlds*.

Daarnaast zijn er minder kapitaalintensieve *businesses* waarvan de participaties niet de gehele winst nodig hebben om hun groeiplannen te kunnen financieren, in sommige gevallen vergt verdere groei nauwelijks kapitaalbehoefte. Technologieonderneming Nedap is zo'n voorbeeld van een *asset* en *capex light* onderneming. Wanneer ondernemingen meer verdienen dan dat ze nodig hebben om verdere groei te financieren en/of beschikken over een ijzersterke balans, keren zij een groot gedeelte van de winst uit in de vorm van dividend. Omdat Nedap geen rentedragende schulden heeft en een hoge solvabiliteit (eigen vermogen / balanstotaal) van ruimschoots boven de 50%, keert de onderneming over het boekjaar 2021 meer dan 100% van haar nettowinst uit.

De gewogen gemiddelde *pay-out* ratio van onze portefeuille bedraagt momenteel 51,7%, wat betekent dat de ondernemingen in onze portefeuille grofweg de helft van hun winsten herinvesteren in de onderneming en/of aanwenden van het inkopen van eigen aandelen.

De portefeuille van Add Value Fund bestaat uit unieke kwaliteitsondernemingen met een ijzersterke balans- en marktpositie. Onze participaties waren door een sterke winstgroei en veelal recordwinsten daarom in staat om over boekjaar 2021, naast investeringen in verdere winstgevende groei, een recorddividend of zelfs een extra dividend uit te keren. Ondanks de fors gestegen rentes ligt het verwachte dividendrendement voor 2022 van onze portefeuille met 3,4% nog altijd fors boven de 1,0% rentevergoeding op een Nederlandse 10-jarige staatslening. In dit maandbericht zullen we een aantal participaties uitlichten die positief verrasten met hun dividendvoorstel.

Handelshuis in voedingsingrediënten en -producten Acomo is na de recente recordresultaten over boekjaar 2021 weer begonnen met het uitkeren van een slotdividend. Na de grote overname van Tradin Organic voor € 330 mln eind 2020 lag de prioriteit op het afbouwen van de schuldpositie en werd daarom het dividend tijdelijk opgeschort. De voorspoedige integratie en de beter dan verwachte resultaten over het boekjaar 2021 stelde de onderneming echter in staat om een groter deel van de lening eerder dan gepland af te lossen. Met een slotdividend van € 0,60 per aandeel komt de *pay-out* ratio over geheel 2021 uit op 28,5%, terwijl deze traditioneel rond de 75% ligt. Onze verwachting is dat Acomo weer terugkeert naar haar oude vertrouwde dividendbeleid met een *pay-out* ratio van circa 75%. Als dit bewaarheid wordt, is het verwachte dividendrendement 2022 tegen de huidige beurskoers circa 7%.

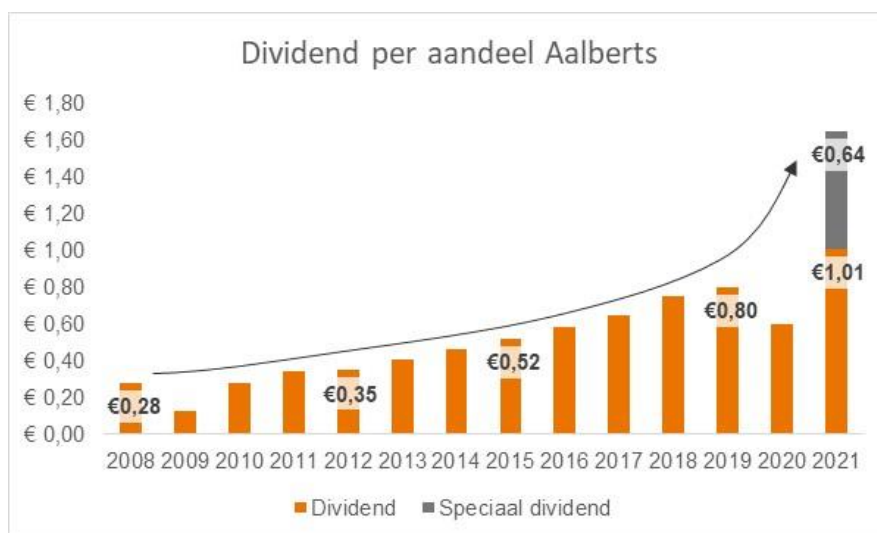
Chipmachinefabrikant Besi laat zien dat er ook bedrijven zijn die én hard groeien, én iedere dag eigen aandelen inkopen en bijna de gehele jaarwinst als dividend uitkeren. Zo steeg de winst per aandeel in 2021 met maar liefst 103% naar € 3,70 per aandeel, waarvan € 3,33 per aandeel in contanten aan dividend wordt uitgekeerd. Tegen de huidige beurskoers komt het dividendrendement alsdan uit op een kloeke 5,1%. De ijzersterke balanspositie – de *hightech* onderneming is schuldenvrij en heeft zelfs een netto kaspositie van € 370 mln – en het *asset light* bedrijfsmodel stelt Besi in staat om ondanks de sterke groei bijna 100% van de jaarwinst aan dividend uit te keren aan haar aandeelhouders. Omdat de onderneming met nettowinstmarges van 40% zeer winstgevend is, heeft Besi de afgelopen 11 jaar gemiddeld 25% van haar omzet kunnen uitkeren aan dividend voor een ongekend hoog

totaalbedrag van circa € 1,2 miljard. Sinds onze eerste aankoop in 2013 (€ 3,13) hebben we inmiddels ruim vier keer onze aankoop teruggekregen aan dividenden (€ 12,57).

Ook Nedap is in onze portefeuille een onderneming dat een sterke autonome groei kan combineren met een hoge *pay-out* ratio. De onderneming uit Groenlo is schuldenvrij en met haar *asset en capex light* bedrijfsmodel is het in staat om dit jaar maar liefst 106% van de winst uit te keren in de vorm van dividend. Dit komt neer op een dividend van € 3,- per aandeel en een dividendrendement van 4,7%. De omzet van Nedap groeide in 2021 met 9% naar € 207 miljoen, waarbij de omzet uit softwarediensten met 16% groeide. Deze wederkerende omzet vormt nu 28% van de groepsomzet en verdere groei vergt niet of nauwelijks kapitaalinvesteringen, slimme werknemers zijn namelijk de belangrijkste *asset* van de *hightech* onderneming. De omzetgroei versnelde in Q1 2022 met 12% en de omzet uit softwarediensten groeide zelfs met 23%.

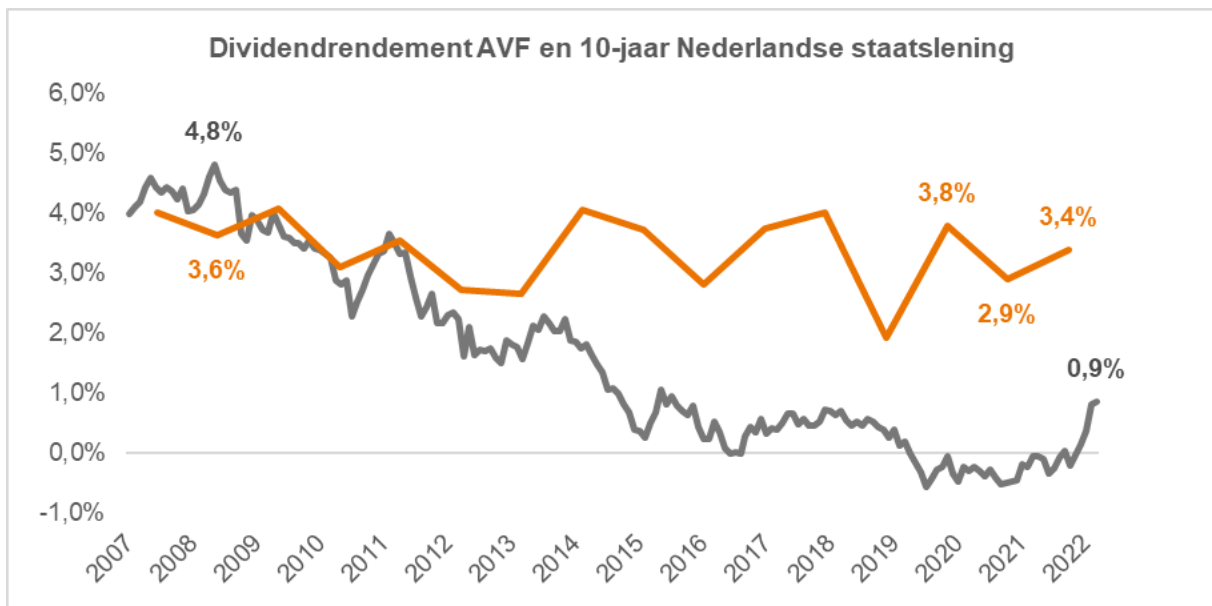
Nedap is dankzij haar ijzersterke balanspositie in staat om over boekjaar 2021 meer dividend uit te keren dan de nettowinst. Met een solvabiliteit van 61% en een netto kaspositie van € 15,6 mln (3,6% van de beurswaarde) is de onderneming uiterst conservatief gefinancierd. Wij verwachten dan ook dat Nedap de komende jaren een *pay-out* ratio van 100% of meer kan blijven voortzetten.

Met de participatie Aalberts hebben we nog een onderneming in portefeuille met een ijzersterke balanspositie. De forse boekwinst op verkochte activiteiten, een hoge solvabiliteit van 60% en de lage netto schuld van slechts 0,9x de EBITDA stelt de onderneming in staat om een speciaal dividend uit te keren van € 0,64 per aandeel bovenop het normale dividend van € 1,01 per aandeel. Hiermee komt het totale dividend uit op € 1,65 per aandeel, wat neerkomt op een dividendrendement van 3,5%. Het normale dividend van € 1,01 betekent een *pay-out* ratio van 33%, wat in lijn is met voorgaande jaren en het dividendbeleid. De 67% van de winst dat niet als dividend wordt uitgekeerd gebruikt Aalberts om te investeren in duurzame en winstgevende groei. Hierdoor is het in staat om op de lange termijn een steeds hoger absoluut dividend uit te keren. Met Aalberts haar '*relentless pursuit of excellence with compounding returns*' heeft het een ijzersterk *track record* opgebouwd. Vanaf 2008 was de gemiddelde jaarlijkse groei van het dividend ruim 10%, in gelijke tred met de groei van de winst per aandeel. Zoals we uitgebreid in ons maandbericht van december 2021 hebben besproken, verwachten wij dat Aalberts ook de komende jaren een mooie winst- en dividendgroei kan laten zien.



Bron: Jaarverslagen Aalberts en datastream

Mede dankzij de hierboven besproken participaties biedt de portefeuille van Add Value Fund een aantrekkelijk dividendrendement, doch gecombineerd met sterke groeivoorzichten. Tegen de huidige beurskoersen noteert de portefeuille een gewogen dividendrendement 2021 van 2,9%. Ook dit jaar verwachten we dat de dividenden weer verder omhoog zullen gaan. Op basis van onze huidige dividendtaxaties voor 2022 is het gewogen dividendrendement op de portefeuille zelfs 3,4%. Gezien de negatieve reële rentes en de verwachte sterke winstgroei van onze participaties beschouwen wij dit als zeer aantrekkelijk.



Bron: berekeningen AVF en datastream. Dividendrendement 2021/22 is op basis van huidige koersen en het (verwachte of al aangekondigde) dividend over boekjaar 2021/22. Het dividendrendement in de jaren daarvoor is op basis van gemiddeld beheerd vermogen AVF en de werkelijk ontvangen dividenden van onze participaties.

Tot slot willen wij benadrukken dat de participaties in portefeuille tevens in staat zijn om eigen aandelen in te kopen en/of winstgevende acquisities te doen. De gewogen gemiddelde netto schuld van de portefeuille is nihil. Bankconvenanten bieden doorgaans ruimte om tot maximaal 3 keer het bruto bedrijfsresultaat (EBITDA) te lenen. En wat ons betreft zijn de ondernemingen eerder te conservatief dan te agressief gefinancierd.

In deze onzekere tijden met sterk oplopende rentes en dalende aandelenwaarderingen, is dat zeker geen slechte uitgangspositie.

Vooruitzichten

Zowel aandelen- als obligatiemarkten kenden een slecht eerste kwartaal van 2022. Hoge inflatie door gestegen energie- en grondstofprijzen en tekorten in verschillende toeleveringsketens zorgde voor sterk oplopende rentes en voorzichtigheid bij beleggers. De in korte tijd sterk stijgende rente zorgde vooral voor een *de-rating* bij verlieslatende groeiaandelen en bedrijven met veel rentedragende schulden. In het kielzog daarvan werden ook onze chipbedrijven ASMI en Besi, ondanks dat ze zeer winstgevend zijn en geen schulden hebben, de afgelopen weken onevenredig hard getroffen door de stijgende rente.

Door de voortdurende oorlog in Oekraïne verslechterde het beurs sentiment nog verder en zorgde eveneens voor nog hogere energie- en grondstofprijzen. Echter, vanaf medio maart herstelde de aandelenbeurzen enigszins. De eerste renteverhoging van slechts 0,25% van de Amerikaanse centrale bank sinds 2018, bleek het startsein te zijn van een voorzichtig koersherstel. Of de correctie op de beurs nu voorbij is kunnen we niet voorspellen, er heerst nog altijd grote onzekerheid omtrent de hoeveelheid (aantal en hoogte) renteverhogingen in Amerika, maar ook in Europa, en de economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne.

Wat we wel weten is dat onze participaties er anno 2022 qua financiële slagkracht, concurrentievermogen en innovatiekracht, beter voor staan dan ooit tevoren.

Daarnaast hebben onze participaties geen of zeer beperkte directe blootstelling naar Rusland en/of Oekraïne. Wij verwachten daarom geen significante directe negatieve invloed op de bedrijfsresultaten van onze participaties. De indirecte gevolgen en neveneffecten zijn nog lastig in te schatten. Wij zijn van mening dat we onze winsttaxaties op dit moment niet hoeven aan te passen. Vooralsnog gaan wij ervan uit dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2022 tenminste 10% zal bedragen. Wij hanteren daarbij conservatieve aannames.

Tevens zijn onze participaties, ondanks de sterk gestegen inkoopkosten, goed in staat gebleken om de brutomarges op peil te houden of zelfs te verhogen. Onze participaties hebben een hele sterke marktpositie en kunnen daardoor makkelijker prijsstijgingen doorberekenen aan hun eindklanten. Daarnaast blijven onze participaties volop investeren en innoveren om hun concurrentievoorsprong te behouden of te doen vergroten. Een innovatief, uniek en zeer winstgevend bedrijfsmodel is dan ook de beste bescherming tegen oplopende inflatie.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Op basis van onze winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2022 van 15,9 en een gewogen dividendrendement van 3,4%. En de zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 6,3%.

In het licht van de sterke winstgroeivooruitzichten en de negatieve reële rentes is dat nog steeds een zeer aantrekkelijke risicopremie.

Ook voor de middellange termijn blijven wij uitermate positief gestemd over het winst- en groeipotentieel van onze participaties, zowel organisch als via winstgevende acquisities. Onze participaties liggen goed op koers om hun middellange termijn doelstellingen te realiseren of zelfs te overtreffen.

Vrolijk Paasweekend toegewenst!

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma (1977)

Fund Manager & Managing Partner sinds 2007



Jordi Fierlings (1994)

Analist sinds 2021



Bastiaan Rogmans (1984)

Analist sinds 2018

Amsterdam, 14 april 2022