



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in april een wisselend beeld zien. De AEX-Index daalde met 1,3% naar 711,0, de Amsterdam Midkap Index steeg met 0,6% naar 1.042,6 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 1,8% lager op 1.400,6.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in april met 6,9% van € 98,44 naar € 91,63. In april werd echter ook € 1,50 dividend per aandeel uitgekeerd. Gecorrigeerd voor deze uitkering bedroeg het maandresultaat -5,4%. Over de eerste vier maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -10,1% gerealiseerd.

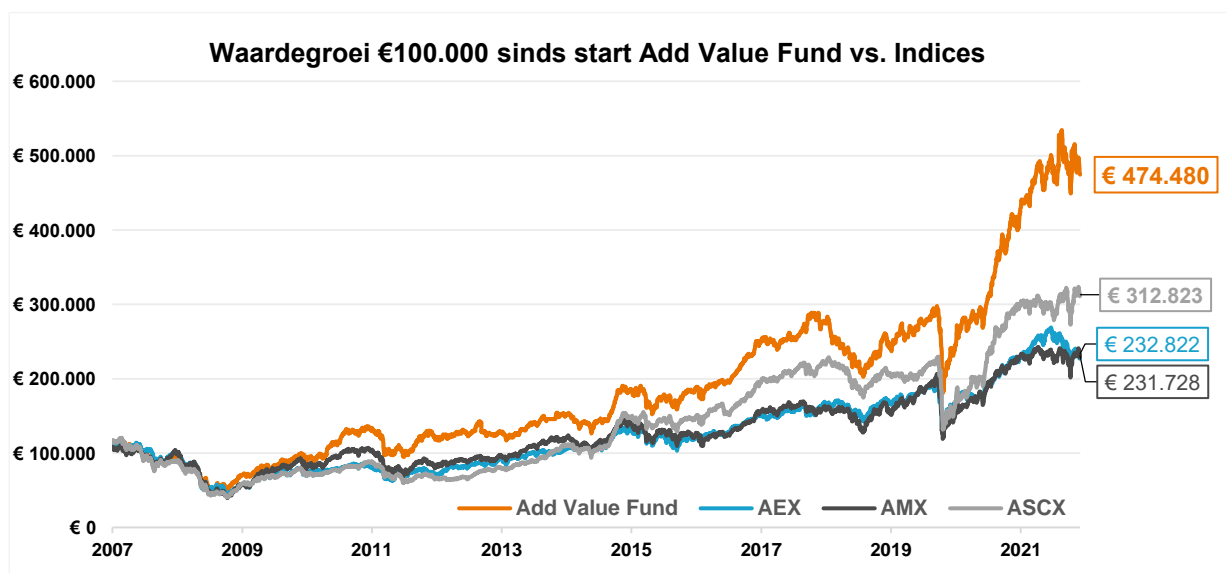
Het fondsvermogen per 30 april 2022 bedroeg € 158,6 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 144,5 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind april een creditsaldo en overige overlopende posten van 8,9% van het fondsvermogen.

- 1) In april realiseerden 4 van de 12 participaties (= 33%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 8 van de 12 participaties (= 67%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Acom** het best in de portefeuille. De onderneming bewees haar waarde als defensief aandeel in een neergaande markt;
- 3) De zwakst presterende participatie in april was **Besi**. Solide eerste kwartaalcijfers werden overschaduwed door een minder sterke *orderintake*.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	15,5%	1. Acom	3,5%	1. BE Semiconductor Ind.	-24,6%
2. BE Semiconductor Ind.	11,5%	2. Flow Traders	0,9%	2. ASM International	-12,7%
3. Hunter Douglas	10,9%	3. Hunter Douglas	0,6%	3. Sif Holding	-7,8%



Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum.	374,5%	132,8%	131,7%	212,8%
Fondsvermogen	€ 158,6 mln	2022	-10,1%	-10,2%	-2,2%	1,7%
Beurskoers	€ 91,90	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 91,63	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Aantal uitstaande aandelen	1.730.517	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	26 april 2022
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	16,5%	22,3%	13,9%	13,9%	10,7%
AMX-index	3,4%	11,4%	8,9%	10,4%	5,7%

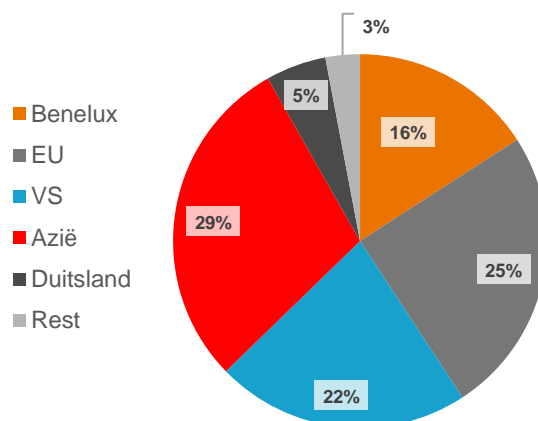
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 29-04-2022. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0	3,9
% Positieve maanden	63,7%	63,2%
% Positieve jaren	75,0%	68,8%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	68,8%	
Active share vs. AMX	82,4%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,3%	17,7%
Top-3 holdings % van totaal	38,0%	28,2%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	7,4%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,6%	
Beta (5 jaar)	0,96	
Beta (sinds begin)	0,86	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,79	0,54
Sharpe ratio (sinds begin)	0,63	0,50

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	35,5%	44,5%
> € 2 miljard	13,7%	31,3%
> € 1 miljard	23,9%	24,2%
> € 500 miljoen	8,8%	0,0%
< € 500 miljoen	18,1%	0,0%

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²¹	17,1	31,6
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	14,8	14,0
Dividendrendement ²⁰²¹	2,9%	2,9%
Dividendrendement ²⁰²²	3,7%	3,3%

Omzetverdeling portefeuille



Portefeuille naar eindmarkt



Duurzaamheid

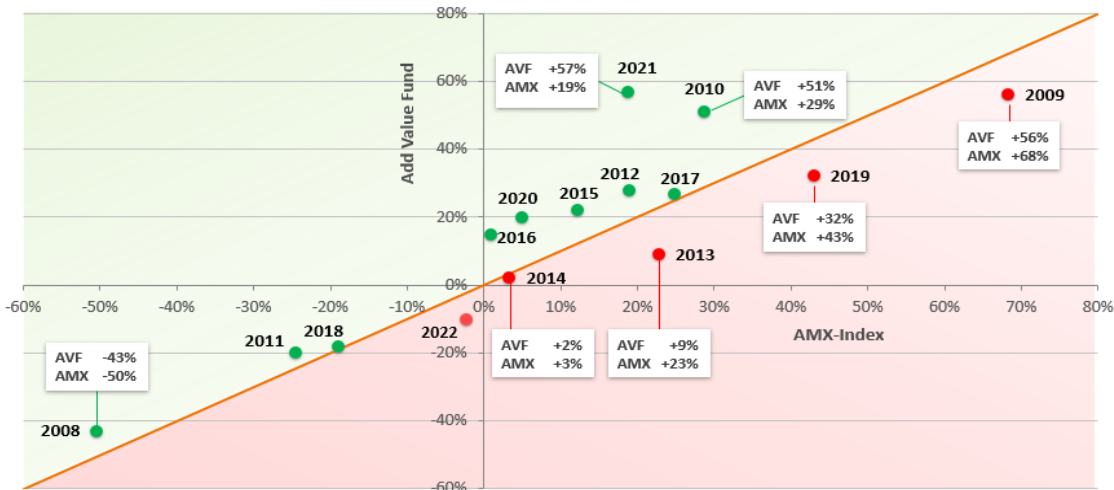
Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcapaandelen. Add Value Fund Management heeft als beleggingsinstelling de morele plicht om maatschappelijk verantwoord te opereren. Vanuit onze 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 Top-2%
 Morningstar Duurzaamheid Rangschikking %



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

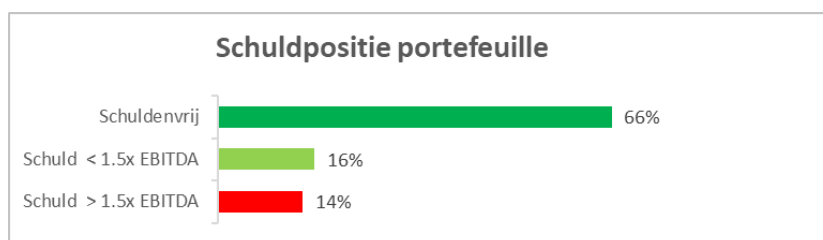


Eerste kwartaal cijferseizoen

Na een sterk beursjaar in 2021 was er volop optimisme bij aanvang van het nieuwe beursjaar 2022. De coronamaatregelen werden verder afgebouwd en wereldwijd konden de economieën weer open. De werkloosheid daalde tot onder het niveau van voor de pandemie en de vraag naar producten nam zo hard toe dat er tekorten ontstonden in verschillende toeleveringsketens. Als gevolg van deze *booming* economie liep de inflatie op en steeg de rente. Het optimisme maakte echter snel plaats voor pessimisme. De inflatie liep harder op dan verwacht en centrale bankiers moesten daardoor de steunmaatregelen versneld afbouwen. De rente op een Nederlandse 10-jaars staatslening steeg van -0,05% in het begin van het jaar naar 1,25% nu. In Amerika liep de rente op een 10-jaars staatslening op van 1,50% naar boven de 3,0% in diezelfde periode. Daarbovenop kwam de oorlog in Oekraïne, die naast het enorme burgerleed ook zorgde voor snel stijgende grondstof- en energieprijzen. Ook de huidige corona *lockdowns* in China hebben een prijsopdrijvend effect en zorgen voor nieuwe verstoringen in de toeleveringsketens.

Gegeven deze omstandigheden is de slechte start op de aandelen- én obligatiemarkten verklaarbaar. Beurzen kijken over het algemeen 6 tot 9 maanden vooruit en de huidige zwakte lijkt dan ook te impliceren dat beleggers donkere wolken zien. Zoals een bekend beursgezegde echter stelt, 'de aandelenmarkt heeft 9 van de laatste 5 recessies voorspeld'. Wij trachten dan ook niet te voorspellen wat de beurskoersen volgende week of zelfs de komende maanden gaan doen. Wij denken namelijk niet beter te zijn in het voorspellen van de richting van de economie dan andere. Onze kracht ligt in het doorgronden van de bedrijfsmodellen van onze participaties, en het tijdig herkennen en onderkennen van opkomende risico's.

Ook weten we goed waar we niet in willen beleggen. Zo zijn met name de koersen van verlieslatende groeiondernemingen hard getroffen door de stijgende rente. De waarderingen van deze ondernemingen zijn uiterst gevoelig omdat eventuele toekomstige winsten verdisconteerd nu minder waard zijn. Dit soort ondernemingen zijn in een korte periode meer dan gehalveerd in waarde. Ook ondernemingen met een hoge schuldpositie hebben extra last van de oplopende rente. Het hebben van een winstgevend bedrijfsmodel en een sterke balanspositie zijn voor ons dan ook een belangrijke selectiecriteria. 66% van de ondernemingen binnen onze portefeuille zijn dan ook schuldenvrij.



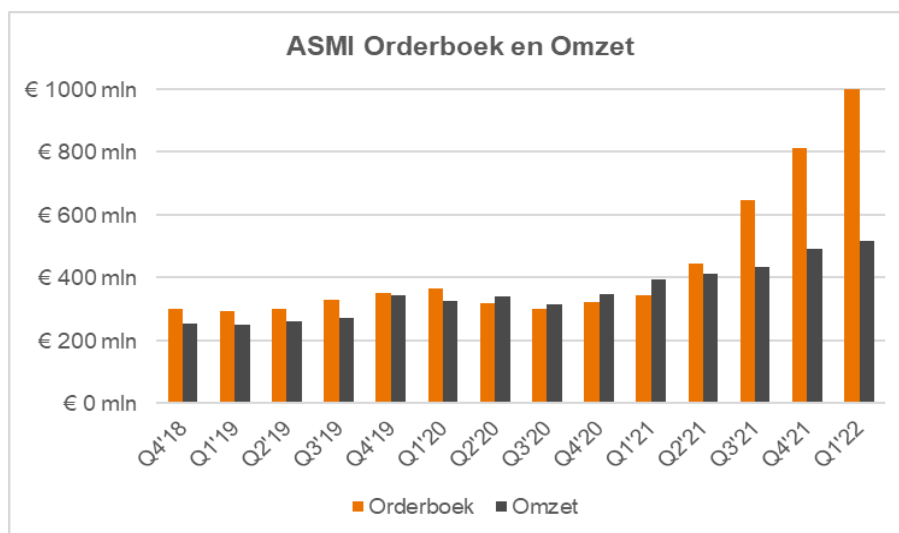
In een omgeving van oplopende inflatie is het belangrijk dat een onderneming in staat is om haar prijzen te kunnen verhogen. Ook onze participaties zijn niet immuun tegen oplopende inflatie en steeds maar groter wordende verstoringen in de toeleveringsketens. Voor het overgrote deel zijn ze echter, ondanks 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. Wij zien daarom vooralsnog geen reden om onze verwachte gewogen winstgroei in 2022 van tenminste 10% naar beneden bij te stellen. Naar verwachting zullen al onze participaties een winstgroei in 2022 laten zien en ruim 75% portefeuilleweging een recordwinst. Op de (middel)lange termijn is het nu juist deze winstgroei die leidt tot de totstandkoming van een mooi rendement.

In dit maandbericht bespreken we kort de eerstekwartaalcijfers van de participaties die op het moment van schrijven gerapporteerd hebben. Onze participaties staan er anno 2022 qua financiële slagkracht, concurrentievermogen en innovatiekracht beter voor dan ooit tevoren. Over het algemeen zijn de bedrijfsresultaten zeer sterk en is ook de

outlook voor de rest van het jaar goed. Naar verwachting zullen vijf van de zes besproken participaties over het jaar 2022 dan ook recordresultaten behalen.

ASMI

De *front-end* chipmachinefabrikant begon het jaar met opnieuw een record aan omzet, orders en nettowinst voor het eerste kwartaal. De omzet kwam met € 517 miljoen 21% hoger uit dan hetzelfde kwartaal vorig jaar. Orders voor nieuwe machines, een belangrijke graadmeter voor toekomstige omzet, kwam met een waarde van € 706 miljoen zelfs 72% hoger uit dan vorig jaar. Hierdoor nam het totale orderboek met 190% significant toe naar boven de € 1 miljard, wederom een nieuw record.



Het goed gevulde orderboek geeft het management voldoende zichtbaarheid en vertrouwen om nu al aan te geven dat de omzet in het tweede kwartaal hoger gaat uitvallen dan het eerste kwartaal. En daarnaast dat de omzet in de tweede helft van het jaar duidelijk hoger zal zijn dan in het eerste halfjaar. ASMI is dus wederom goed op weg om opnieuw een recordjaar te realiseren.

Wij gaan voor dit jaar uit van een 30% omzetstijging naar minimaal € 2,2 miljard en denken dat de onderneming minimaal in staat moet zijn om € 12,50 per aandeel te gaan verdienen. Met deze sterke groei weet ASMI wederom sneller te groeien dan de totale markt voor chipmachines, die dit jaar naar verwachting rond de 17% zal groeien.

Nedap

De omzet van de *hightech* onderneming groeide in het eerste kwartaal met 12%, waarbij de wederkerende omzet (circa 30% van totaal) met 23% groeide. De onderneming wist met haar elektronisch patiëntendossier Ons® steeds meer zorginstellingen aan zich te binden. Tevens neemt het aantal omzet genererende toepassingen met iedere update toe. Omdat dit onderdeel software gedreven is en dus weinig kapitaalinvesteringen behoeft, personeel is de belangrijkste asset, ondervond het geen remmend effect van de componenten schaarste.

Dit was wel het geval bij de overige marktgroepen. Desondanks lieten Livestock Management, Retail, Security Management en Staffing Solutions robuuste omzetgroei zien. De omzet binnen Identification Systems en Light Controls nam wel af door de componenten schaarste en doordat er binnen deze twee segmenten vorig jaar besloten was om twee proposities (SENSIT en Luxon) af te bouwen.

Nedap heeft met Healthcare, Retail, en Livestock management enorm sterke proposities in handen die nog maar aan het begin staan van hun respectievelijke langjarige omzetgroei. Wij delen dan ook met het management de verwachting dat de omzet, en wat ons betreft ook de nettowinst, dit jaar uitkomt op een nieuw record.

Basic-Fit

De grootste fitnessketen van Europa rapporteerde over het eerste kwartaal een omzet van € 162 miljoen. De omzet lag flink hoger dan die in hetzelfde kwartaal vorig jaar, toen veel clubs nog gesloten waren vanwege de coronamaatregelen. Net zo belangrijk was de groei in het aantal betalende leden. Basic-Fit wist ondanks lastige omstandigheden, veel clubs waren voor een groot gedeelte van het eerste kwartaal alleen te bezoeken met een corona-pas, haar ledenaantal te laten groeien met 400.000 leden. Dit kwam neer op een groei van 18% ten opzichte van het aantal leden eind vorig jaar. Ook wist het netto 72 nieuwe clubs te openen, waardoor het aantal clubs per einde kwartaal op 1.087 stond. Een ontzettend knappe prestatie wat ons betreft!

De onderneming is goed op weg om dit jaar meer dan 1 miljoen extra leden aan zich te binden en het aantal clubs te doen stijgen tot 1.250. Deze groei is inclusief de 20 clubs die Basic-Fit verwacht te openen in haar nieuw te betreden markt Duitsland. Het management verwacht voor dit jaar een omzet te realiseren tussen de € 800 en € 850 miljoen en een aangepaste EBITDA van rond de € 240 miljoen. Gegeven de sterke groei in het aantal leden en clubs in het eerste kwartaal zijn wij positief gestemd over het behalen van deze doelstellingen. Dit impliceert óók voor Basic-Fit dit jaar recordresultaten (EBITDA) waardoor het sterker uit de coronacrisis komt. Dit brengt Basic-Fit goed op weg om haar 2025 doelstelling van 2.000 clubs te halen.

Ontwikkeling aantal clubs en leden



Besi

De *back-end* chipmachinefabrikant rapporteerde over het eerste kwartaal een omzet van € 202 miljoen, 41% hoger dan vorig jaar. Besi wist te profiteren van een toenemende vraag naar chipmachines voor de automobiellindustrie en de *high performance computing* markt. De *orderintake* in het eerste kwartaal viel echter tegen waardoor de beurskoers negatief reageerde op de kwartaalcijfers. Voor het tweede kwartaal wordt een groei van de omzet van circa 10% ten opzichte van het eerste kwartaal verwacht. Echter ten opzichte van het tweede kwartaal vorig jaar is er geen groei. De lagere *orderintake* kwam doordat de vraag vanuit Chinese onderaannemers afnam vanwege de *Covid-lockdowns* aldaar. Ook lijkt de nieuwe iPhone 14 dit jaar minder nieuwe *features* te krijgen dan vorig jaar, waardoor er minder complexere machines van Besi nodig zijn. De kans is echter aanwezig dat de Chinese onderaannemers in de tweede helft van dit jaar de misgelopen orders alsnog zullen plaatsen.

Zelfs zonder deze orders verwachten wij dat Besi dit jaar een recordjaar zal gaan realiseren. VLSI, een onderzoeksbureau voor de halfgeleiderindustrie, verwacht dat de *target* markt van Besi dit jaar 17% zal gaan groeien, en dat is nog exclusief de groei in de nieuwe *hybrid bonding* markt. Besi is al begonnen met het vershippen van deze hoogtechnologische machines naar TSMC en Intel en op korte termijn zal ook Samsung aan dit rijtje worden toegevoegd. TSMC, de eerste klant voor deze machines, is in het eerste kwartaal de machines al gaan

gebruiken voor haar productie met positieve resultaten. Iedere twee weken wordt er nu een machine, met een waarde van circa \$ 2 miljoen, geleverd aan een klant en wordt de productie geleidelijk opgeschaald naar 15 tot 17 machines per maand. Op de middellange termijn verwachten wij dat deze *hybrid bonding* machines een substantieel deel van de totale groepsomzet van Besi zullen uitmaken, en tegen hogere marges welteverstaan.

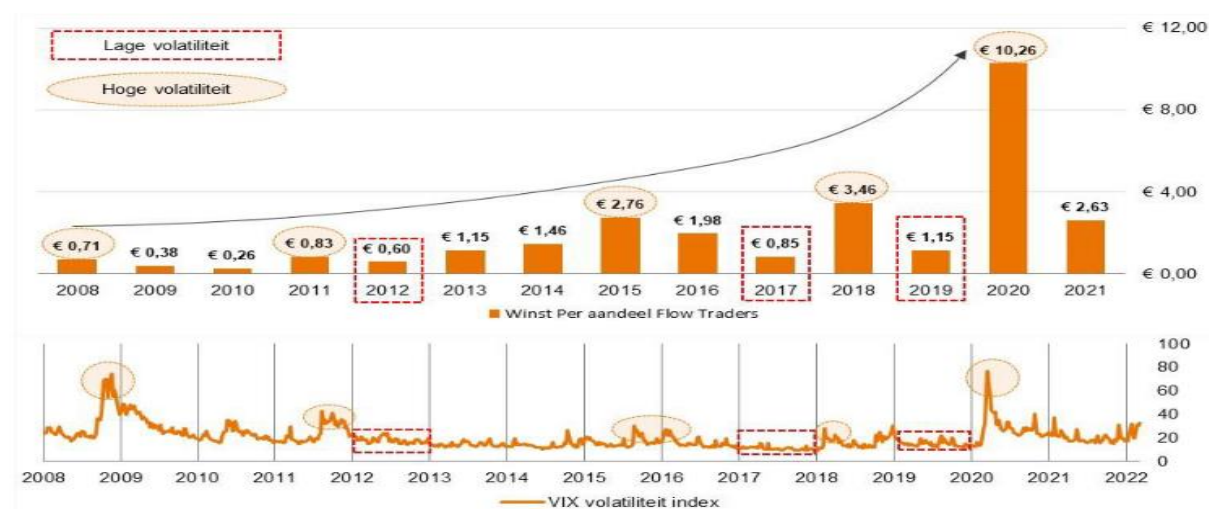
De verwachting van het management dat de omzet over het eerste halfjaar met circa 15% zal groeien, gekoppeld met de verwachte groeicijfers voor de industrie als geheel, geeft ons het vertrouwen dat Besi dit jaar wederom recordresultaten zal gaan schrijven. Niet voor niets verhoogde de onderneming haar eigen aandeleninkoopprogramma met 67% van € 15 miljoen per kwartaal naar € 25 miljoen per kwartaal. Wij verwachten net als de onderneming dat de omzetdoelstelling van tenminste € 1 miljard binnen enkele jaren zal worden behaald.

Flow Traders

Flow Traders liet over het eerste kwartaal een solide groei van de handelsinkomsten zien. Ook al lagen deze met € 148 miljoen 'slechts' 4% hoger dan de inkomsten in hetzelfde kwartaal vorig jaar, toch was het voor de onderneming het op vier na beste kwartaal ooit. De *fintech* onderneming wist te profiteren van de 62% hogere totale verhandelde ETP-waarde en van de toegenomen volatiliteit op de financiële markten als gevolg van de renteangst en het conflict in Oekraïne.

Het resultaat voor de resterende drie kwartalen laat zich lastig voorspellen. De resultaten zijn immers sterk afhankelijk van hoe actief er op de beurzen gehandeld wordt en het verschil tussen de bied- en laatprijzen van de ETPs. Wel zichtbaar is dat de diversificatiestrategie van de onderneming richting cryptovaluta en obligaties nu echt zijn vruchten begint af te werpen. Mede daardoor ligt de nettowinst in zowel gunstige als minder gunstige marktomstandigheden hoger dan in het verleden. De diversificatiestrategie en de groei van de ETP-markt in zijn geheel resulteert uiteindelijk in hogere piek- en bodemwinsten (zie onderstaande grafiek). Ook in april liggen de handelsvolumes en de volatiliteit hoger in vergelijking met vorig jaar waardoor het tweede kwartaal naar verwachting goed is begonnen. Tenzij de volatiliteit op de beurs ineens fors afneemt, zou Flow Traders dit jaar een mooie winstgroei moeten kunnen laten zien.

Ondanks de lastige voorspelbaarheid zijn wij van mening dat de diversificatiestrategie en de alsmat groeiende ETP-markt de onderneming in staat moet stellen om in de toekomst nog hogere resultaten te behalen. Daarom blijft Flow Traders een prominente rol spelen in onze portefeuille, ook des te meer vanwege haar rol als defensieve waarde in neergaande markten.



Bron: Flow Traders en Datastream

TKH

De *smart solution provider* rapporteerde over het eerste kwartaal een organische omzetgroei van 28,3%. De winst voor rente, belasting en amortisatie steeg zelfs met 83% naar € 58,5 miljoen, ofwel een EBITA-marge van 13,4% (Q1 2021: 9,4%). Dit werd onder andere gedreven door een sterke groei van ruim 61% binnen Smart Manufacturing systems, dat nu ruim 30% van de groepsomzet van TKH vertegenwoordigt. De bandenbouwmachines vonden gretig aftrek en om ook aan de toekomstige vraag te kunnen voldoen heeft de onderneming besloten om haar productiecapaciteit in Polen fors uit te breiden. De vraag naar deze *hightech* machines is al enkele kwartalen sterk en wordt ook in de toekomst gedreven door enkele megatrends. Zo heeft de *reshoring* trend tot gevolg dat verschillende bandenbouwproducenten hun productiecapaciteit uit met name Azië, en meer recentelijk uit Rusland, terughalen naar Europa. Ook de trend dat autobanden in alsmaar kleinere *batches* worden geproduceerd speelt in het voordeel van de hoogtechnologische bandenbouwmachines van TKH.

De omzet binnen Smart Connectivity systems nam gedreven door een sterke vraag naar glasvezelkabels en *offshore* windkabels met 28% toe. De vraag uit de markt ligt hier fors hoger dan TKH's productiecapaciteit en de onderneming heeft dan ook besloten om drie nieuwe fabrieken bij te bouwen, en de productiecapaciteit in een fabriek in Nederland uit te breiden.

De onderneming bevestigde daarnaast haar verwachting dat de omzet en het resultaat dit jaar zullen toenemen. Wij verwachten dan ook dat TKH, gedreven door een sterk orderboek en een robuuste onderliggende vraag, dit jaar recordresultaten zal laten zien.

Vooruitzichten

De cijfers over het eerste kwartaal van de participaties in portefeuille zijn over het algemeen beter dan verwacht. De ondernemingen zijn sterk gepositioneerd om te profiteren van lange termijn megatrends zoals de energietransitie, *reshoring* (lokale productie) en digitalisering van de samenleving. Ondanks uitdagende macro economische omstandigheden dit jaar, verwachten wij dat alle ondernemingen in portefeuille een winstgroei gaan laten zien. Hiervan zullen zelfs 8 van de 12 participaties, met een gezamenlijke portefeuilleweging van ruim 75%, recordresultaten laten zien.

Zoals eerder in dit maandbericht aangegeven, zijn wij positief gestemd over de winstgroei van onze participaties dit jaar. Recordhoge orderboeken en een sterke marktpositie ondersteunen ons vertrouwen. Gebruikmakend van conservatieve aannames gaan wij vooralsnog ervan uit dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2022 tenminste 10% zal bedragen.

“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 14,8 en een gewogen dividendrendement van 3,7%. De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 6,8%.

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 winstgevendende acquisities. Onze participaties liggen goed op koers om hun middellange termijn doelstellingen te realiseren of zelfs te overtreffen.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma (1977)

Fund Manager & Managing Partner sinds 2007



Bastiaan Rogmans (1984)

Analist sinds 2018



Jordi Fierlings (1994)

Analist sinds 2021

Amsterdam, 5 mei 2022

Add Value Fund Management B.V. | Johannes Vermeerstraat 14 | 1071 DR Amsterdam

T: 020-5703057 | E: info@addvaluefund.nl | W: addvaluefund.nl