

NAV: € 95,90	AuM: € 160.859.284	MTD: -2,55%	YTD: +25,69%
------------------------	------------------------------	-----------------------	------------------------



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in juni een gemengd beeld zien. De AEX-Index steeg met 3,4% naar 773,9, de Amsterdam Midkap Index daalde met 0,8% naar 896,5 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 0,1% hoger op 1.247,3.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juni met 2,6% van € 98,41 naar € 95,90. Over de eerste zes maanden van 2023 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +25,7% gerealiseerd.

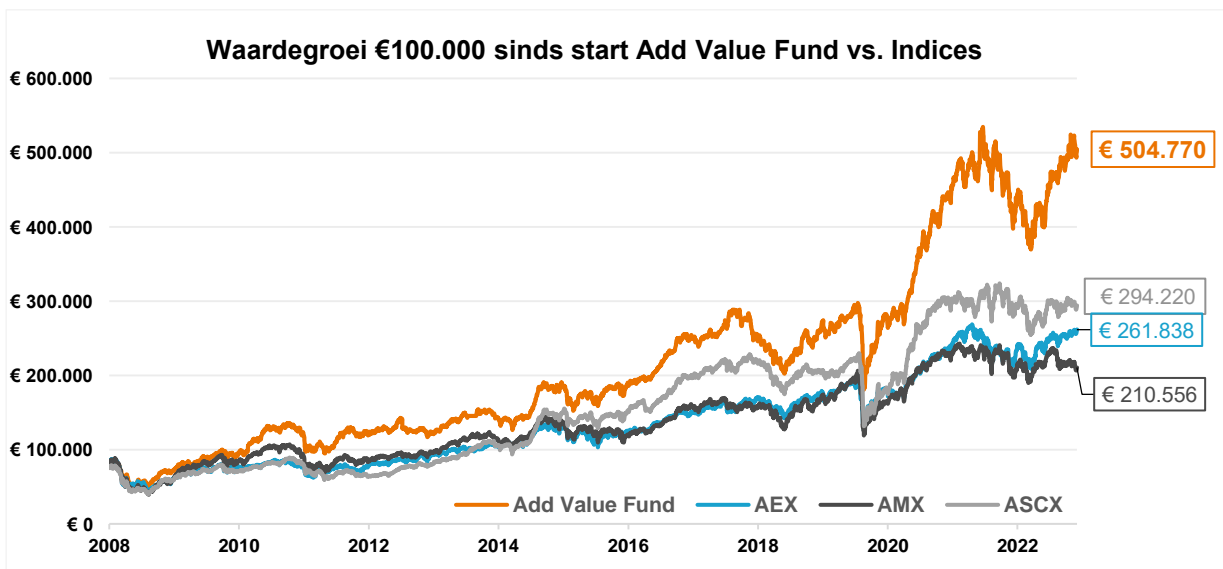
Het fondsvermogen per 30 juni 2023 bedroeg € 160,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 151,4 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind juni een creditsaldo en overige overlopende posten van 5,7% van het fondsvermogen.

- 1) In juni realiseerden 2 van de 11 participaties (= 18%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 6 van de 11 participaties (= 55%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Nedap** het best in portefeuille. Hier was geen specifieke aanleiding voor;
- 3) De zwakst presterende participatie in juni was **Flow Traders**. De onderneming hield een *pre-close call* waarin het inzicht gaf in de omstandigheden van de ETP-markt. Beleggers reageerde hier negatief op.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	20,0%	1. Nedap	3,2%	1. Flow Traders	-6,5%
2. BE Semiconductor Ind.	19,1%	2. Ebusco	0,8%	2. Kendrion	-5,9%
3. Nedap	9,0%			3. ASM International	-4,2%



Besi - Capital Markets Day 2023 en kunstmatige intelligentie

Chipaandelen zijn dit jaar wederom bovenaan in de lijsten te vinden van best presterende aandelen. In Nederland zijn onze participaties Besi en ASMI de best presterende aandelen van beursplein 5 maar ook binnen de STOXX Europe 600 index staan de chipmachinefabrikanten respectievelijk op plaats nummer een en vijf dit jaar met een rendement van respectievelijk 84% en 62%. Voor de vaste lezer geen verrassing, aangezien wij al geruime tijd in onze maandberichten schrijven waarom deze twee unieke *hightech* ondernemingen en wereldmarktleiders de hoogste weging verdienen binnen onze portefeuille.

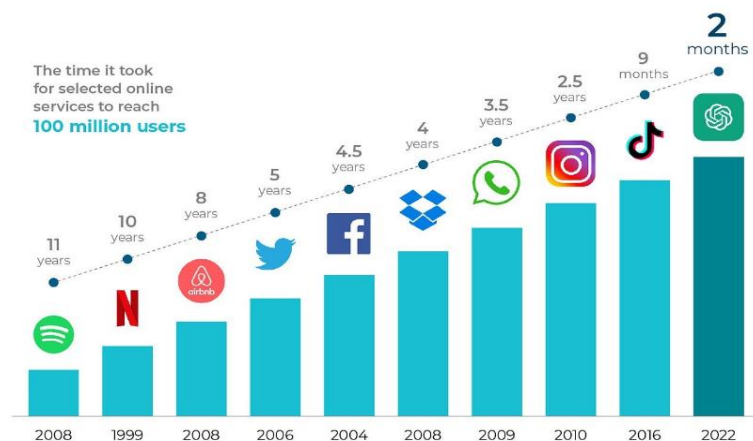
In dit maandbericht zullen we speciale aandacht geven aan Besi. De onderneming hield dit jaar wederom, net als vorig jaar, haar Capital Markets Day (CMD) in het Oostenrijkse Radfeld. Add Value Fund was hier uiteraard weer fysiek bij aanwezig om een kijkje in de 'keuken' te nemen en het management van alle divisies te ontmoeten.

Voor we echter dieper ingaan op de investment case van Besi, ontkomen we er niet aan om kort de 'hype' rond kunstmatige intelligentie (AI) te bespreken. Over de afgelopen maanden was dit namelijk een belangrijke drijfveer achter de significante koersstijgingen van zowel ASMI als Besi.

De revolutie van kunstmatige intelligentie geeft bedrijven in de chipsector een nieuwe groei-impuls

De mogelijkheden van AI beginnen steeds duidelijkere vormen te krijgen. De lancering van chatrobot ChatGPT eind november vorig jaar door OpenAI was het startsein voor een golf aan belangstelling rondom AI. ChatGPT liet namelijk aan het brede publiek zien waar AI nu al tot in staat is. In januari 2023 bereikte ChatGPT de magische grens van 100 miljoen maandelijkse actieve gebruikers. De snelste adoptie van een consumentenproduct in de geschiedenis. Ter vergelijking; TikTok had negen maanden nodig en Instagram twee en een half jaar om dit aantal te bereiken. Ook wij maakte voor het maandbericht van januari dit jaar ([link](#)) gebruik van ChatGPT om de impact van AI op de halfgeleiderindustrie te onderzoeken en te omschrijven.

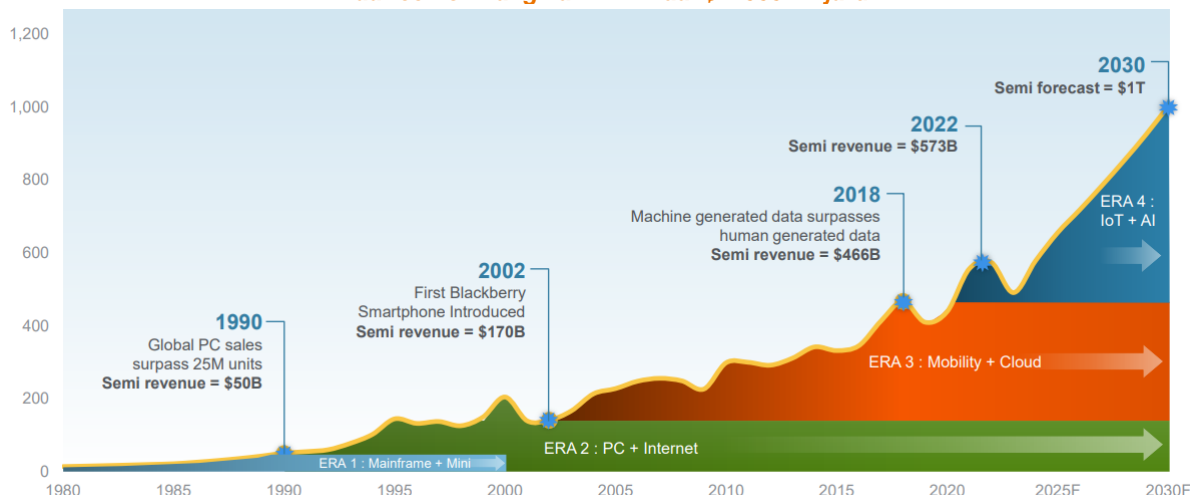
Chat-GPT sprints to 100 million users



Bron: Netscribes en World of Statistics

Met ruim 1,9 miljard websitebezoekers in mei jl. behoorde OpenAI tot de top-20 meest bezochte websites van de wereld. Ook de concurrentie zit niet stil. Grote technologiebedrijven zoals Google en het Chinese Baidu, met respectievelijk chatbots Bard en ERNIE, zijn onlangs met vergelijkbare AI-gedreven toepassingen gekomen. Er is een ware AI-race ontstaan en hoewel ChatGPT de *first mover advantage* heeft is het nog onzeker wie de uiteindelijke winnaar met het meest lucratieve verdienmodel gaat zijn. De kosten voor AI gaan nu nog duidelijk voor de baat uit. Een ding wat we wel zeker weten is dat de ontwikkeling en het gebruik van chatrobots enorme rekenkracht en geheugencapaciteit vergen. Het aantal datacenters en dus microchips zal de komende jaren dan ook exponentieel moeten gaan toenemen.

Gedreven door nieuwe technologische ontwikkelingen als AI en IoT groeit de halfgeleiderindustrie naar een omvang van minimaal \$ 1.000 miljard



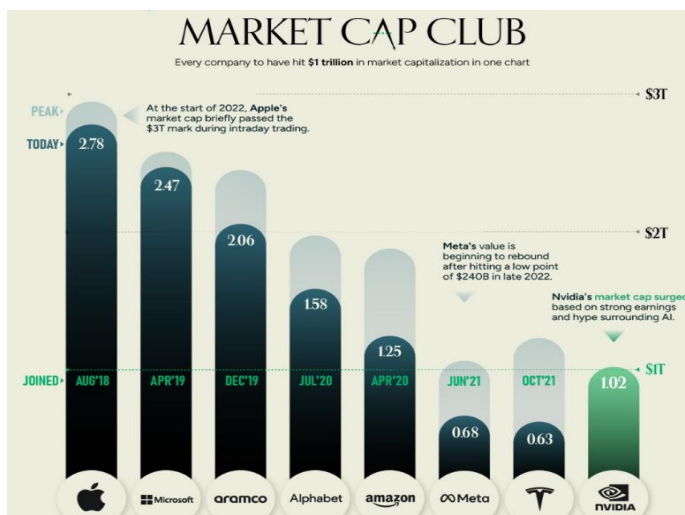
Bron: Applied Materials investor presentation Q2 results

In mei dit jaar liet NVIDIA met zijn omzetverwachting voor het tweede kwartaal al zien dat er een forse vraag is ontstaan naar microchips voor AI. In plaats van de door analisten verwachte omzet van \$ 7,2 miljard, verwacht NVIDIA het komende kwartaal een omzetgroei van ruim 50% naar \$ 11 miljard. Deze significante *consensus beat* wordt volgens de onderneming voornamelijk gedreven door de exploderende vraag naar AI-microchips.

De AI-race die de grote technologiebedrijven zijn begonnen vergt, zoals eerder aangegeven, namelijk enorme reken- en geheugenkracht voor *high performance computers* en datacenters. NVIDIA heeft met een marktaandeel van ruim 80% in de markt voor niet geïntegreerde *Graphics Processing Units* (GPUs), die essentieel zijn bij het trainen van AI-modellen, goud in handen. Of zoals een analist van Bank of America mooi verwoordde:

“There is an AI gold rush and NVIDIA has all the picks and shovels”

De fors hogere omzetverwachting voor het tweede kwartaal zorgde ervoor dat het aandeel NVIDIA op een handelsdag 32% steeg en ruim \$ 230 miljard meer waard werd. Inmiddels is NVIDIA met een beurswaarde van ruim \$ 1.000 miljard nu verreweg het meest waardevolle chipbedrijf ter wereld. NVIDIA-oprichter en CEO Jensen Huang noemde de lancering van CHATGPT het iPhone-moment voor AI. De eerste iPhone in 2007 was het begin van de revolutie in mobiele communicatie en is met ruim 2,3 miljard stuks een van de meest succesvolle en verkochte consumentenproduct aller tijden. In 16 jaar tijd heeft de iPhone meer dan \$ 1.000 miljard aan omzet opgebracht voor Apple. Niet voor niets is Apple met een beurswaarde van \$ 3.000 miljard verreweg het meest waardevolle bedrijf ter wereld en met circa \$ 60 miljard per jaar, de grootste afnemer van microchips.



Bron: Visual Capitalist

Technologische ontwikkelingen zoals het internet en de *smartphone* hebben in het verleden altijd gezorgd voor meer vraag naar microchips en dan met name voor de nieuwste generatie microchips. Dit vereiste altijd een hogere productiecapaciteit en meer vraag naar geavanceerde chipmachines. De Nederlandse chipmachinefabrikanten, die de meest geavanceerde chipmachines in de wereld maken, hebben hier in het verleden altijd sterk van geprofiteerd. NVIDIA mag dan wel tijdens de AI *gold rush* de 'pikhouwelen en schoppen' hebben, maar zonder de unieke en innovatieve chipmachines van ASML, ASMI en Besi kunnen de AI-microchips simpelweg niet gemaakt worden.

Lithografie-, depositie-, en verbindingstechnologie zijn hierin essentieel. ASML heeft een 100% marktaandeel in Extreme Ultra Violet (EUV) machines, ASMI heeft ruim 55% marktaandeel in *Atomic Layer Deposition* (ALD) machines en Besi heeft nagenoeg 100% marktaandeel in *Hybrid Bonding* (HB) machines.

Tijdens de CMD van Besi kregen we meer inzicht in hoe de chipmachines van Besi bijdragen aan deze technologische ontwikkelingen.

Capital Markets Day Besi in Radfeld

De CMD van Besi werd op 6 juni gehouden in Radfeld, een klein rustig dorpje in Oostenrijk met circa 2.500 inwoners. De meeste inwoners hebben waarschijnlijk geen idee dat er in hun dorp de meest geavanceerde chipassemblagemachines worden ontwikkeld. Deze machines zijn dan ook van essentieel belang voor de nieuwste generatie microchips en daarmee de technologische vooruitgang in de wereld.

Besi is in Radfeld terechtgekomen dankzij de overname van Datacon in 2004. Deze overname, voor circa € 100 miljoen, vormt de basis voor de huidige portefeuille aan chipassemblagemachines van Besi. De focus tijdens de CMD lag dan ook met name op de leidende positie die Besi heeft in de markt voor chipassemblagemachines. Deze machines worden steeds belangrijker om de nieuwste generatie microchips te assembleren die nodig zijn voor nieuwe hoogtechnologische toepassingen voor bijvoorbeeld AI en de nieuwste AR/VR *headset* van Apple, de Vision Pro.



Bron: De nieuwe Apple Vision Pro AR/VR headset, vol met camera's en sensoren

Waar het bij de *front-end* machines van ASMI (en ASML) draait om steeds meer transistoren op een microchip met hetzelfde oppervlak te krijgen draait het bij de machines van Besi om de microchips zo efficiënt mogelijk met elkaar te verbinden. Met meer verbindingen kan data namelijk sneller en efficiënter verstuurd worden. Deze laatste stap, ook wel de *back-end* genoemd, was in het verleden vaak het ondergeschoven 'kindje', maar wordt dankzij de trend naar *chiplets* van essentieel belang om nog geavanceerdere microchips te kunnen maken.

Chiplet technologie stuwt vraag naar Besi-machines

In ons maandbericht van juni vorig jaar ([link](#)) gaven wij al aan dat de limiet van *Moore's Law* steeds dichterbij lijkt te komen en dat een belangrijk deel van de oplossing in de *back-end* industrie ligt. Een methode die steeds meer aandacht krijgt en zich al bewezen heeft is het gebruik van *chiplets*, of *tiles* zoals Intel ze noemt. In plaats van alle functies in een chip onder te brengen is het efficiënter om de verschillende functies van elkaar te scheiden en ze apart van elkaar op kleinere chips, oftewel *chiplets*, te produceren. Vervolgens worden de verschillende *chiplets* weer met elkaar verbonden in een 'chippakketje'.

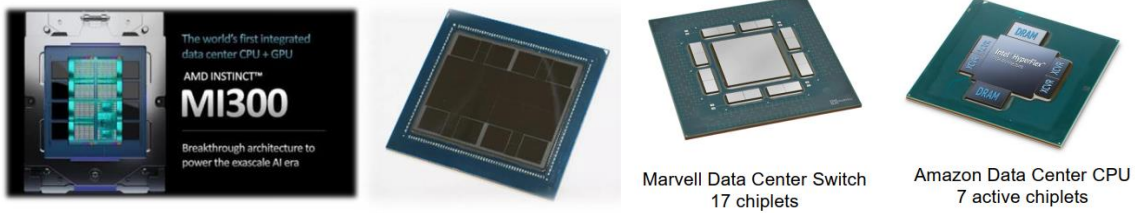
Om dit systeem van *chiplets* zo efficiënt mogelijk te maken zijn juist de verbindingen tussen *chiplets* in een pakketje van essentieel belang. Besi heeft verschillende assemblagemachines die zorgen voor deze verbindingen tussen de *chiplets*. De meest geavanceerde machine van Besi, de *hybrid bonding* machine, is zelfs in staat om *chiplets* op elkaar te plakken waardoor er meer en kortere verbindingen ontstaan.

Alle belangrijke chipontwerpers zijn bezig met het toepassen van *chiplets* in hun chipontwerpen, waarbij het Amerikaanse AMD voorloopt. Dat AMD de afgelopen jaren flink marktaandeel heeft weten te winnen op Intel is onder andere te danken aan het gebruik van *chiplets*.

De trend naar *chiplets* is duidelijk te zien aan de nieuwste generatie microchips die meer *chiplets* bevatten. Hieronder zien we een aantal voorbeelden van deze nieuwe generatie microchips, waarbij de *chiplets* door machines van Besi met elkaar verbonden zijn.

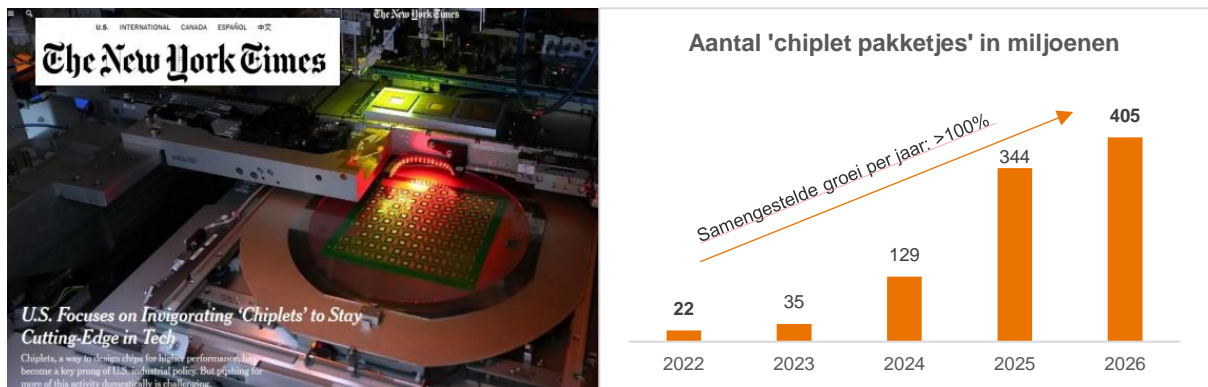
De AMD MI 300 gaat gebruikt worden voor supercomputer El Capitan, die in het tweede helft van dit jaar operationeel zal zijn en momenteel 's werelds krachtigste supercomputer is. Deze superchip bevat meer dan dertien *hybrid bonded chiplets*!

AMD MI 300 super computer to launch Summer 23 with >13 hybrid bonded chiplets



Bron: Besi CMD presentatie, voorbeelden van de nieuwste generatie microchips die meer chiplets bevatten

De trend naar *chiplets* is ook niet onopgemerkt gebleven door de wereldwijde pers. Zo stond er een groot artikel in de New York Times over *chiplets* met een plaatje van Besi's 2200 evo multi-module machine. Verschillende onderzoeksbureaus verwachten dan ook een explosieve groei van *chiplets*. Onderzoeksbureau TechSearch International verwacht dat het aantal '*chiplet pakketjes*', microchips die bestaan uit meerdere *chiplets* in een pakket, groeit van 22 miljoen in 2022 naar 405 miljoen in 2026. Oftewel een indrukwekkende samengestelde groei van meer dan 100% per jaar!



Bron: CMD Besi en TechSearch International

Besi gaat naar verwachting sterk profiteren van de trend naar meer *chiplets*. Hoe meer *chiplets*, des te meer assemblagestappen en chipassemblagemachines er nodig zijn. Besi is de onbetwiste wereldmarktleider van deze machines. In de geavanceerde chipassemblagemarkt (*advanced die attach*), die een omvang van \$ 400 miljoen in 2022 had, heeft Besi namelijk een marktaandeel van ruim 70%. Daarnaast heeft het ook de breedste productportefeuille aan chipassemblagemachines. Van de meest geavanceerde *hybrid bonding* machine tot de *mainstream flip-chip* machine. De onderneming uit Duiven is dan ook een ware *one stop shop* voor chipassemblagemachines voor de grootste chipproducenten ter wereld (TSMC, Intel en Samsung).

In het [maandbericht van juni vorig jaar](#) hebben we al uitgebreid de groeikansen voor Besi met de *hybrid bonding* machine besproken. Voor de CMD van dit jaar waren we dan ook erg benieuwd naar de voortgang die Besi hierin heeft geboekt en hoe snel de adoptie van de nieuwe verbindingstechnologie *hybrid bonding* gaat.

De hybrid bonding routekaart

Het moge duidelijk zijn dat *hybrid bonding* essentieel is bij de productie van nog krachtigere en energiezuinige microchips. Dit is met name belangrijk voor toepassingen zoals bij de supercomputer El Capitan en voor de markt van *high performance computing* en AI. In deze markten zijn snelheid en efficiëntie van microchips vele malen belangrijker dan kosten. Niet voor niets heeft *hybrid bonding* hier dan ook als eerst voet aan de grond gekregen.

Voor een bredere adoptie van *hybrid bonding* is het echter noodzakelijk om de kosten van het chipproductieproces omlaag te krijgen en het rendement te verhogen. In hoge volume markten als mobiele telefoons en geheugenchips weegt het kostenplaatje namelijk ook zwaar mee in de uiteindelijk beslissing van het chipontwerp.

“Het is niet de vraag of hybrid bonding toegepast gaat worden maar wanneer en hoeveel”

Het goede nieuws van de CMD was dan ook dat hier het afgelopen jaar flinke vooruitgang in is geboekt. Besi heeft namelijk met haar klant TSMC het productierendement (yield) van de *hybrid bonding* machines weten te verhogen tot boven de 99%. Deze magische grens zorgt ervoor dat *hybrid bonding* technologie ook interessant is voor de hoge volume markten.

Dat adoptie niet in een rechte lijn omhoog gaat is kenmerkend voor nieuwe technologie en dus ook in het geval van *hybrid bonding*. De adoptie van *hybrid bonding* in de mobiele telefoonmarkt (lees met name Apple) lijkt minimaal een jaar later plaats te gaan vinden dan vorig jaar nog vanuit werd gegaan. Daartegenover staat echter dat er meer zekerheid is over gebruik van *hybrid bonding* voor de nieuwe generatie geheugenchips, specifiek voor HBM4 dat zijn toepassing zal vinden in datacenters en AI. Hybrid bonding kan namelijk als enige technologie 16 geheugenchips op elkaar stapelen. Ook heeft Intel bevestigd *hybrid bonding* toe te passen in hun volgende generatie rekenchips.

Naast de hogere vraag naar *hybrid bonding* machines verwacht het management van Besi ook dat de machines in staat moeten zijn om nog nauwkeurigere verbindingen te maken. De complexiteit neemt hiermee toe en daarmee zal ook de gemiddelde verkoopprijs per chipmachine omhooggaan. Daarnaast komt de cumulatieve marktverwachting tot en met 2030 hoger te liggen dan vorig jaar werd verwacht. Onderstaande tabel geeft weer hoe de verwachtingen voor de *hybrid bonding* markt over de afgelopen jaren zijn veranderd.

Besi's management verhoogt verwachtingen voor de *hybrid bonding* markt tot 2030:

Verwachtingen Besi	Besi CMD 2020:		Besi CMD 2022:		Besi CMD 2023:	
	# machines	\$ cumulatief	# machines	\$ cumulatief	# machines	\$ cumulatief*
Bull scenario	1400	\$ 2,0 mld	1800	\$ 3,0 mld	1900	\$ 3,8 mld
Base scenario	na	na	1400	\$ 2,4 mld	1400	\$ 2,8 mld
Bear scenario	700	\$ 1,2 mld	700	\$ 1,2 mld	800	\$ 1,6 mld

Bron: Besi CMD juni'20, juni'22 en juni'23; * de verwachte marktgroote in 2023 in \$ zijn schattingen van Add Value Fund

Gezien bovenstaande verwachten wij dat de omzet voor Besi uit *hybrid bonding* machines in 2026 zal uitkomen op circa € 400 miljoen, waarbij wij uitgaan van 200 machines tegen een gemiddelde verkoopprijs van circa € 2 miljoen.

Doelstellingen licht aangepast

Het management heeft haar financieel bedrijfsmodel licht aangepast ten opzichte van vorig jaar en is met de volgende doelstellingen gekomen tijdens de CMD:

- € 1 miljard +++ omzet (onveranderd)
- Brutowinstmarge van 60 - 64% (was 58 - 62%)
- Operationele winstmarge (EBIT) van 30 - 45% (was een nettowinstmarge van 35 - 40+%)

Mede dankzij de hoger dan eerder verwachte gemiddelde verkoopprijs van *hybrid bonding* machines heeft Besi haar doelstelling voor de brutowinstmarge met 2%-punt verhoogd. Sinds het eerste kwartaal van 2022 heeft Besi, ondanks dat de halfgeleiderindustrie zich in een cyclische neergang bevindt, ieder kwartaal een brutowinstmarge boven de 60% gehaald. Het eerste kwartaal van dit jaar kwam de brutowinstmarge met 64,2% zelfs boven de bandbreedte uit. Met de brutowinstmarge doelstelling zit het dus wel goed.

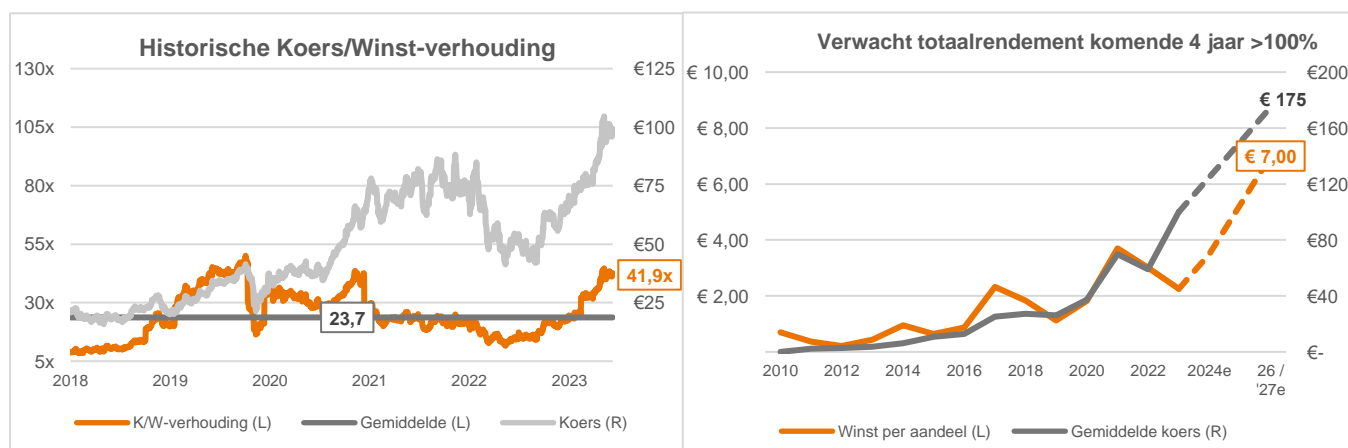
Hetzelfde geldt ook voor de EBIT-marge, dat met uitzondering van het traditioneel zwakke eerste kwartaal van de afgelopen jaren, al in of boven de aangegeven bandbreedte ligt. Het eerste kwartaal bevat jaarlijks hogere variabele compensatiekosten die de EBIT-marge drukken.

De hoge winstmarges die Besi weet te behalen zijn industrie leidend en zeer bewonderingswaardig omdat deze ook op peil blijven in een cyclische neergang. Amerikaanse concurrent Kulicke & Soffa Industries, met een beurswaarde van circa \$ 3 miljard, kwam in 2022 niet verder dan een EBIT-marge van 33% (Besi: 40,7%) en behaalt naar verwachting dit jaar een EBIT-marge van net boven de 10% (Besi: >35%).

Hoewel de middellange termijn vooruitzichten er gunstig uitzien voor Besi, moeten we uiteraard niet vergeten dat we op dit moment nog altijd in een cyclische neergang van de halfgeleiderindustrie zitten. Verschillende chipproducenten hebben hun investeringen voor dit jaar fors verlaagd. Ook wij gaven dit al aan in ons maandbericht van januari dit jaar ([link](#)). Er zijn wel signalen dat we dicht tegen het einde zitten van de cyclische neergang in de sector die normaliter maximaal acht kwartalen duurt. De toegenomen vraag naar AI-microchips kan een aanjager zijn voor het herstel. Echter blijft de industrie uiteindelijk afhankelijk van de economische groei en de vraag in belangrijke eindmarkten zoals *smartphones*, PC's, datacenters en de automobielenindustrie.

Conclusie en waardering

De beurskoersen van veel ondernemingen in de halfgeleiderindustrie hebben al een voorschot genomen op het verwachte herstel in de tweede jaarhalf van 2023 en de sterke groeivoorzichten voor 2024, zo ook Besi. Als we dan ook kijken naar de waardering op basis van de winstverwachting voor dit jaar lijkt Besi aan de dure kant. Met een verwachte winst per aandeel van circa € 2,25 in 2023 noteert Besi op dit moment tegen een Koers/Winst- (K/W) verhouding van ruim 40. In onderstaande grafiek is te zien dat de gemiddelde K/W-verhouding over de afgelopen vijf jaar 23,7x bedroeg. Het aandeel noteert dus momenteel tegen een premie van bijna 100% ten opzichte van het historisch gemiddelde.



Bron: Bloomberg en berekeningen Add Value Fund

Het is echter van belang in ogenschouw te nemen in welke fase van de chipcyclus we zitten alsmede de verwachte middellange termijn winstgroei. 2023 lijkt namelijk de bodem te worden van de huidige cyclische neergang, net als 2019 toen Besi ook op een hoge K/W-verhouding stond van boven de 40. Daarnaast verwachten wij dat de winst per aandeel in 2025 zal uitkomen op circa € 6,-, oftewel een bijna verdrievoudiging ten opzichte van 2023. Tevens is Besi de absolute wereldmarktleider in *hybrid bonding* machines, deze relatief nieuwe markt staat nu nog in haar kinderschoenen maar zal de komende jaren een flinke winstimpuls opleveren waardoor een hogere waardering gerechtvaardigd is. De omzet uit *hybrid bonding* machines beslaat nu nog enkele tientallen miljoenen op jaarbasis maar zal op termijn, binnen nu en drie jaar, naar verwachting de € 400 miljoen omzetgrens passeren. De winstmarges op deze hybrid bonding machines liggen hoger dan het groepsgemiddelde en is daarnaast minder cyclisch dan de traditionele *back-end* industrie die het moet hebben van capaciteitsuitbreiding in plaats van nieuwe technologische ontwikkelingen. Ondanks de tijdelijke cyclische neergang staat Besi er anno 2023 in alle opzichten beter voor dan ooit tevoren. De unieke *hightech* onderneming uit Duiven heeft *by far* de hoogste nettowinstmarges (>35%+) in de back-end industrie die ook tijdens de huidige cyclische neergang hoog zijn gebleven en heeft de *best-in-class* productportfolio (*hybrid bonding*, *thermal compression bonding* en *flip chip*) voor *advanced packaging* machines. De *re-rating* van het aandeel is naar onze mening dan ook meer dan gerechtvaardigd.

Wanneer wij de managementdoelstellingen doorrekenen naar 2026/27 komen we uit op een winst per aandeel van circa € 7,-, we gaan hierbij uit van een omzet van € 1,4 miljard en een nettowinst van € 560 miljoen. Een K/W-verhouding van 25 keer, licht hoger dan het gemiddelde over de afgelopen 5 jaar (23,7), levert dan een waarde per aandeel op van € 175,-. Een opwaarts koerspotentieel van ruim 75%, oftewel 15% geannualiseerd. Naast het aantrekkelijke koersrendement in het vooruitzicht keert Besi ook nog eens nagenoeg 100% van de nettowinst uit in de vorm van een contant dividend. Op basis van onze verwachte winst per aandeel 2023 van circa € 2,25 levert dat tegen de huidige beurskoers van € 100,- een dividendrendement op van ruim 2%. Dankzij de verwachte winstgroei loopt deze echter op naar een zeer aantrekkelijke 6,5% in 2026 op basis van de huidige beurskoers.

Besi maakt sinds 2013 een belangrijk onderdeel uit van onze portefeuille en heeft sindsdien ook flink bijgedragen aan de significante *outperformance* ten opzichte van onze *benchmark*, de AMX-ETF. Van een beurswaarde van € 200 miljoen toentertijd is het uitgegroeid naar een wereldspeler van formaat met een beurswaarde van ruim € 8 miljard, oftewel een verveertigvoudiging! De unieke productportefeuille van chipassemblagemachines van Besi is inmiddels onmisbaar geworden bij de productie van de nieuwste generatie microchips. Wij hebben dan ook de sterke overtuiging dat de door het management gestelde doelstellingen in 2026/27 behaald zullen worden waardoor er nog voldoende opwaarts koerspotentieel in het vat zit. De onderneming denkt hetzelfde erover, iedere handelsdag koopt Besi namelijk voor € 1,2 miljoen eigen aandelen in tot een totaalbedrag van € 300 miljoen. Sinds 2011 heeft de onderneming voor ruim € 1,6 miljard teruggegeven aan haar aandeelhouders in de vorm van dividenden en inkoop eigen aandelen. Een ongekend bedrag als je bedenkt dat de beurswaarde toen wij instapte in 2013 nog maar € 200 mln was! Deze unieke en innovatieve *hightech* onderneming is de *best of all worlds*; lange termijn winstgroei, waarde creatie, inkoop eigen aandelen en een duurzaam hoog dividendrendement. Niet voor niets heeft Besi nu momenteel de hoogste weging in onze portefeuille.

Vooruitzichten

Add Value Fund realiseerde over de eerste zes maanden van 2023 een tevredenstellend nettorendement van bijna 26%, een *outperformance* van maar liefst ruim 26%-punt ten opzichte van onze *benchmark*, de AMX-ETF. Eind juli zullen onze participaties met hun tweedekwartaalcijfers naar buiten komen en tevens hun halfjaarcijfers presenteren. Wij gaan ervan uit dat prijszettingsvermogen en recordorderboeken bij de meeste bedrijven voldoende steun geven om de autonome omzetgroei te kunnen voortzetten en de winstmarges op peil te houden. In het eerstvolgende maandbericht zullen we uitgebreid ingaan op de halfjaarcijfers en met name de vooruitzichten voor 2023 en daarna.

In de relatief rustige zomermaanden waar de beursomzetten traditioneel laag zijn kunnen zowel positieve als negatieve verrassingen een forse impact hebben op de beurskoersen. Dit biedt actieve lange termijn beleggers zoals Add Value Fund kansen. Onze *fintech* participatie Flow Traders had in het tweede kwartaal te kampen met wereldwijde lage beursomzetten en weinig dislocaties waardoor de netto handelsinkomsten fors onder druk stonden. Het onverwachts naar buiten brengen van het netto handelsresultaat van circa € 49 miljoen in Q2, een ruime halvering ten opzichte van Q1 2023, zorgde voor een koersdreun van bijna 7% in de verslagmaand. De grote fluctuaties op kwartaalbasis in het netto handelsresultaat zijn inherent aan het verdienmodel van de schuldenvrije onderneming. De structurele groeitrends in de ETP-markt, onze focus op de lange termijn en de sterke onderwaardering gaf ons aanleiding om ons belang uit te breiden. De afgelopen vijf jaar (2018 – 2022) heeft Flow Traders meer nettowinst gerealiseerd dan de huidige beurswaarde van slechts € 900 miljoen. Niet voor niets koopt de onderneming dan ook eigen aandelen in.

Ondanks een eventuele milde recessie verwachten wij een gewogen winstgroei van onze portefeuille van tenminste 5% in 2023.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen KW-verhouding 2023 van 16,3 en een gewogen dividendrendement van 3,3%. De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 6,1%.

In het licht van de dubbelcijferige middellange termijn winstgroeivooruitzichten in combinatie met de nog altijd negatieve reële rentes, is dat nog steeds een aantrekkelijke risicopremie.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma (1977)

Fund Manager & Managing Partner



Jordi Fierlings (1994)

Analist



Bastiaan Rogmans (1984)

Analist



Sacha Kipuw (1993)

Analist

Amsterdam, 11 juli 2023

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX
Startdatum	1 februari 2007	cum. 404,8%	161,8%	110,6%	194,2%
Fondsvermogen	€ 160,9 mln	2023	25,7%	14,0%	-0,8%
Beurskoers	€ 96,19	2022	-23,9%	-11,4%	-10,5%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 95,90	2021	56,8%	30,6%	18,7%
Aantal uitstaande aandelen	1.677.325	2020	20,4%	5,7%	5,1%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2019	32,2%	28,5%	42,6%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%
Valuta	EUR	2017	26,7%	16,5%	24,7%
ISIN Code	NL0009388743	2016	14,9%	13,6%	0,8%
		2015	22,0%	7,4%	12,1%
		2014	2,0%	8,7%	3,4%
		2013	8,9%	20,7%	22,8%
		2012	27,8%	14,0%	19,0%
		2011	-20,3%	-8,9%	-24,6%
		2010	51,2%	9,2%	28,7%
		2009	55,6%	41,9%	68,4%
		2008	-43,1%	-50,3%	-50,5%
		2007	-3,2%	5,3%	-5,1%

Dividend

Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	25 april 2023
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	19,3%	22,8%	14,3%	15,3%	10,4%
AMX-index	3,7%	9,7%	6,2%	8,5%	4,6%

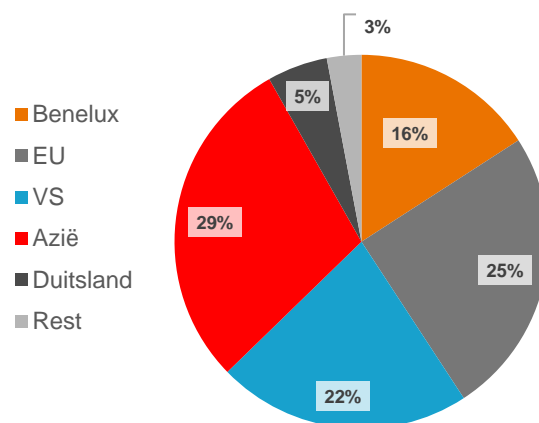
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 30-06-2023. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0,3	2,8
% Positieve maanden	61,9%	60,4%
% Positieve jaren	76,5%	70,6%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	70,6%	
Active share vs. AMX	87,3%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,7%	17,9%
Top-3 holdings % van totaal	46,9%	26,4%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	9,0%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,7%	
Beta (5 jaar)	0,95	
Beta (sinds begin)	0,88	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,72	0,40
Sharpe ratio (sinds begin)	0,93	0,85

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	17,6	14,7
Koers/winst-verhouding ²⁰²³	16,3	12,9
Dividendrendement ²⁰²²	3,0%	4,1%
Dividendrendement ²⁰²³	3,3%	3,5%

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	41,0%	17,8%
> € 2 miljard	12,0%	60,6%
> € 1 miljard	9,0%	21,6%
> € 500 miljoen	16,8%	0,0%
< € 500 miljoen	21,2%	0,0%

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 midcap aandelen. 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.



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

