



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt had het in oktober vrij zwaar. De AEX-Index daalde met 3,9% naar 874,18, de Amsterdam Midkap Index zakte met 1,9% naar 877,9 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 2,8% lager op 1,207,7.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in oktober met 5,2% van € 97,62 naar € 92,50. Over de eerste tien maanden van 2024 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -5,1% gerealiseerd.

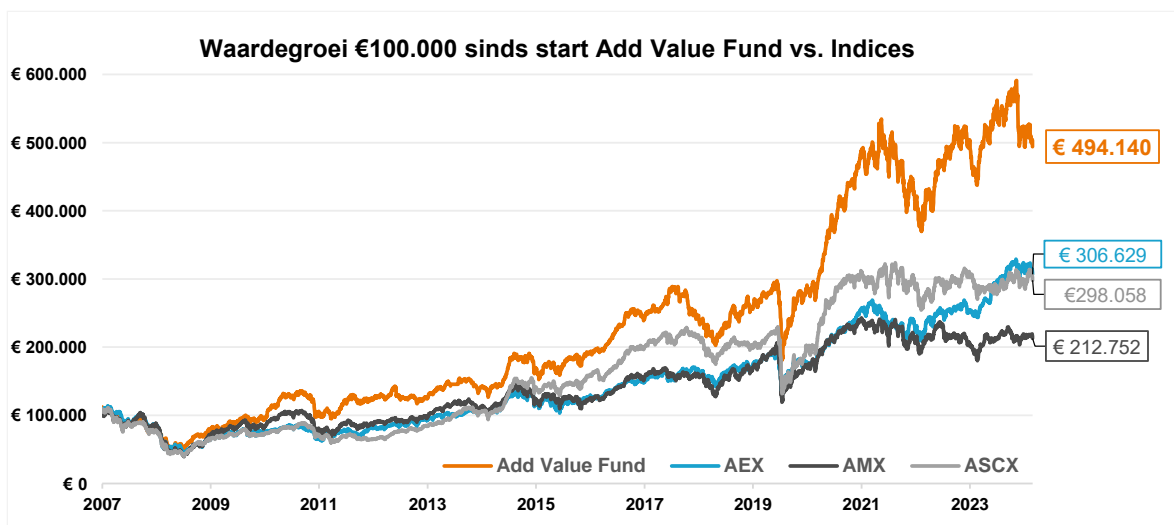
Het fondsvermogen per 31 oktober 2024 bedroeg € 151,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 136,7 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind oktober een creditsaldo en overige overlopende posten van 10,0% van het fondsvermogen.

- 1) In oktober realiseerde 1 van de 11 participaties (= 9%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 6 van de 11 participaties (= 55%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Flow Traders** het best in portefeuille. Het bedrijf bracht derde kwartaalcijfers uit die veel beter waren dan van te voren was verwacht;
- 3) De zwakst presterende participatie was **Besi**. In dit maandbericht geven wij een uitgebreide toelichting.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	15,3%	1. Flow Traders	11,1%	1. Besi	-13,7%
2. Besi	13,2%	2. TKH Group	-1,4%	2. ASM International	-13,1%
3. Nedap	12,7%	3. Nedap	-1,8%	3. Aalberts	-9,0%



Inleiding

Vanaf medio oktober druppelden de derdekwaartaalcijfers van onze participaties binnen. Inmiddels hebben al onze participaties hun resultaten bekendgemaakt. De afdrank is een gemengd beeld. Het herstel in de tweede jaarhelft waar de meeste bedrijven nog na de Q2-cijfers van uitgingen, valt bij sommige participaties tegen of was minder sterk dan voorzien. In onze winsttaxaties voor het volledige boekjaar hadden wij hier al rekening mee gehouden, zodat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2024 van ten minste 5% voorlopig blijft staan.

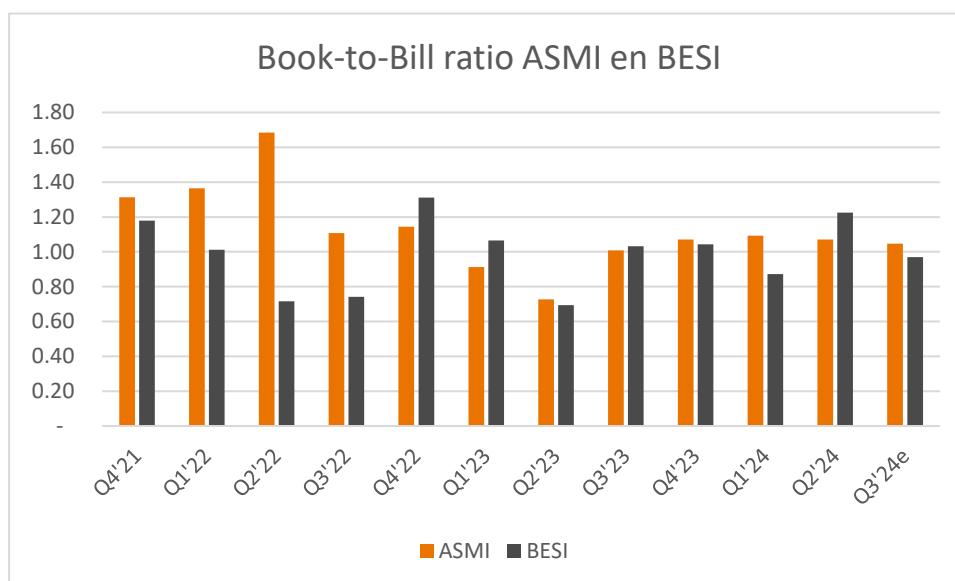
Zoals eerder aangegeven hebben onze industriële technologieondernemingen Aalberts, TKH Group en Kendrion het meeste last van de stagnatie van de Europese economie en de kwakkelende Chinese economie. Alle drie de participaties ondervinden relatief veel hinder van de zwakst presterende en grootste economie van Europa, Duitsland. De blootstelling aan de goed draaiende Amerikaanse economie is vooralsnog nog te klein om dit op te vangen. Daarom zetten deze participaties de tering naar de nering en hebben kostenbesparingsprogramma's aangekondigd om hun winstmarges te ondersteunen.

Het merendeel van onze overige participaties presteerden min of meer in lijn met onze verwachtingen maar de twee participaties die er absoluut positief uitsprongen waren ASMI en Flow Traders. Beide participaties lieten veel beter dan verwachte kwartaalcijfers zien. In dit maandbericht zullen we daar dieper op ingaan en geven we ook een toelichting op de bedrijfsprestaties van onze participatie Besi waarin wij ons belang recent hebben uitgebreid.

Uitstekende kwartaalcijfers ASMI en tevredenstellende cijfers Besi

Front-end chipmachinefabrikant ASMI had de pech dat haar grote evenknie, ASML, twee weken eerder met de derdekwaartaalcijfers naar buiten kwam waardoor de beurskoers voorafgaand aan de uitstekende kwartaalcijfers onterecht zwaar onder druk lag.

In tegenstelling tot onze participatie ASMI halveerde de orderingang bij ASML in Q3 ten opzichte van Q2 en verlaagde de onderneming de omzetvooruitzichten voor 2025 met ruim 10%, terwijl ASMI juist een sterke stijging (+8% kwartaal-op-kwartaal en zelfs +30% jaar-op-jaar!) van de orderingang liet zien. De belangrijke *book-to-bill ratio* (orders delen door de omzet) kwam daarmee uit op 1,05, oftewel 5% meer orders dan omzet. De omvang van het orderboek aan het einde van het derdekwaartal kwam uit op bijna € 1,6 miljard. Daarnaast verhoogde ASMI de onderkant van de omzetverwachting voor 2025 met € 200 miljoen naar € 3,2 (was € 3,0) - € 3,6 miljard.

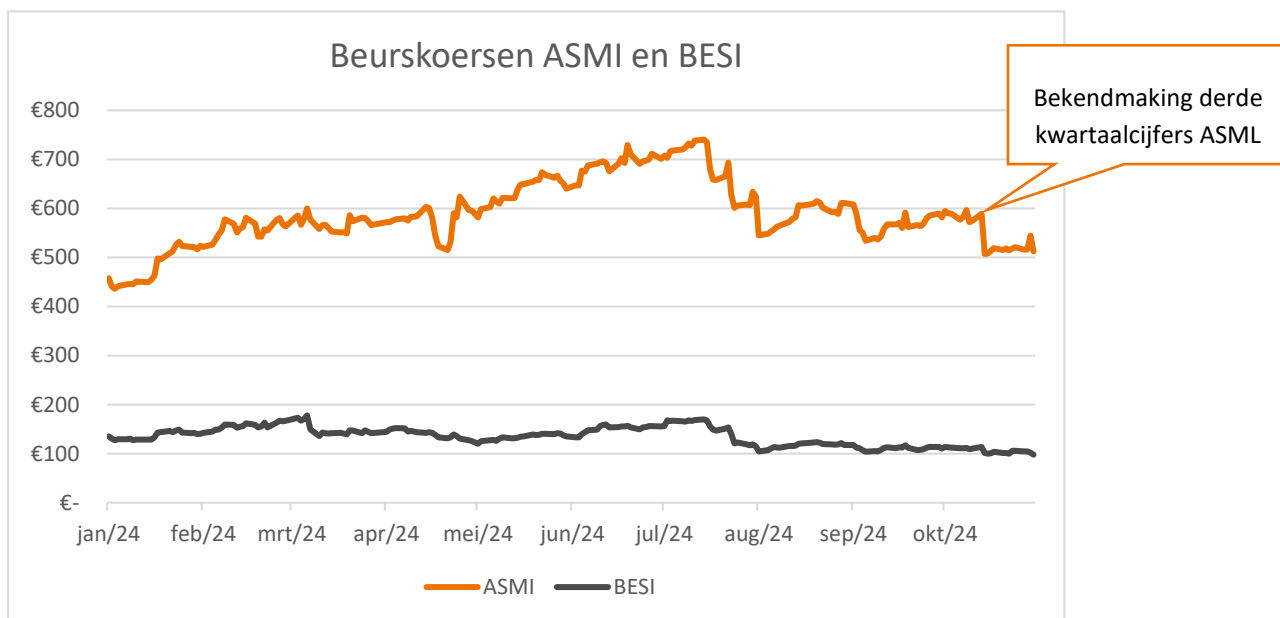


“In tegenstelling tot ASML liet onze participatie ASMI een sterke stijging van de orderingang zien en verhoogde de chipmachinefabrikant de omzetverwachting voor 2025”

ASMI profiteerde volop van de technologietransitie van FinFET naar Gate-All-Around chipstructuren, waarbij de *Atomic Layer Deposition* chipmachines van ASMI onmisbaar zijn. Ook wint de onderneming fors marktaandeel in het *High Bandwidth Memory*-microchips segment dat nodig zijn voor kunstmatige intelligentie. De *high-tech* onderneming zal dit jaar wederom recordresultaten realiseren, maar de grote winstsprong zal in 2025 en daarna plaatsvinden als de GAA-technologie door de grote chipproducenten, zoals TSMC, op grote volumeschaal gebruikt gaat worden.

“ASMI zal in 2024 wederom recordresultaten boeken maar de grote winstsprong zal in 2025 en daarna plaatsvinden”

Omdat ASML analisten en beleggers zwaar negatief verraste, daalde de beurskoers op de dag van de cijfers (15 oktober) met bijna 16%. Dat was de grootste koersdaling in 26 jaar (!) en er verdampte die dag bijna € 50 miljard (!) aan beurswaarde. In sympathie met ASML daalde de beurskoers van ASMI op die bewuste dag met 14%, bijna net zo hard. Na publicatie van de uitstekende cijfers en vooruitzichten op 30 oktober, steeg de beurskoers weliswaar met ruim 5%, maar was het kwaad voorafgaand aan de cijfers al geschied. De beurskoers stond namelijk nog steeds bijna 10% lager sinds de publicatie van de ASML-cijfers. Het kan verkeren.



Ook onze participatie, *back-end* chipmachinefabrikant Besi, deelde mee in de ASML-malaise en daalde op 15 oktober met ruim 11%. Het is natuurlijk erg zuur als uitstekende ASMI-cijfers en tevredenstellende Besi-cijfers op korte termijn niet beloond worden, maar dit biedt ook kansen voor lange termijn aandeelhouders zoals wij. Door het negatieve sentiment rondom ASML en de chipsector hebben wij ons belang in Besi tegen een aantrekkelijke waardering kunnen uitbreiden. Hoewel de derdekwaartaalcijfers een sterke stijging van de omzet lieten zien van 27% naar € 157 miljoen en de nettowinst met zelfs 34% steeg naar € 47 miljoen ten opzichte van vorig jaar, daalde de orderingang met 18% ten opzichte van het vorige kwartaal naar € 152 miljoen. De belangrijke *book-to-bill ratio* kwam daarmee uit op 0,97, oftewel 3% minder orders dan omzet. Vanwege de relatief korte *lead times* was de lagere orderingang de reden waarom Besi een nul tot 10% lagere omzet verwacht voor het vierde kwartaal ten opzichte van Q3. Daarnaast speelde mee dat een gedeelte van een grote order voor Hybrid Bonding-machines op verzoek van een specifieke klant niet in Q4 kon worden geleverd maar in Q1 volgend jaar.

“Besi heeft de afgelopen twee jaar 100 Hybrid Bonding-machines verkocht en bereidt zich voor op een sterke toekomstige groei door de productiecapaciteit uit te breiden en de cleanroom capaciteit zelfs te verdubbelen”

Het positieve nieuws is dat Besi de afgelopen twee jaar 100 Hybrid Bonding-machines heeft verkocht. Het is de verwachting dat deze nieuwe verbindingstechnologie, die nu nog alleen door logic/foundry-klanten (TSMC en Intel) wordt ingezet, vanaf 2026 ook op grote schaal gebruikt gaat worden door geheugenchipfabrikanten. De adoptie van deze duurdere maar betere technologie zal vanaf 2-nanometer microchips en 16 layers versnelt worden omdat de voordelen -- snellere data en energie-efficiency, en verdere verkleining -- alleen mogelijk zijn via deze technologie. Ook de nieuwste Thermocompression Bonding-machines Besi ontvangen brede interesse van zowel geheugen- als rekenchipproducenten. Om deze sterke toekomstige vraag te faciliteren verdubbelt Besi haar *cleanroom* capaciteit in Maleisië en verhoogt het de R&D en procesontwikkeling voor Hybrid Bonding en Thermocompression Bonding in Singapore.

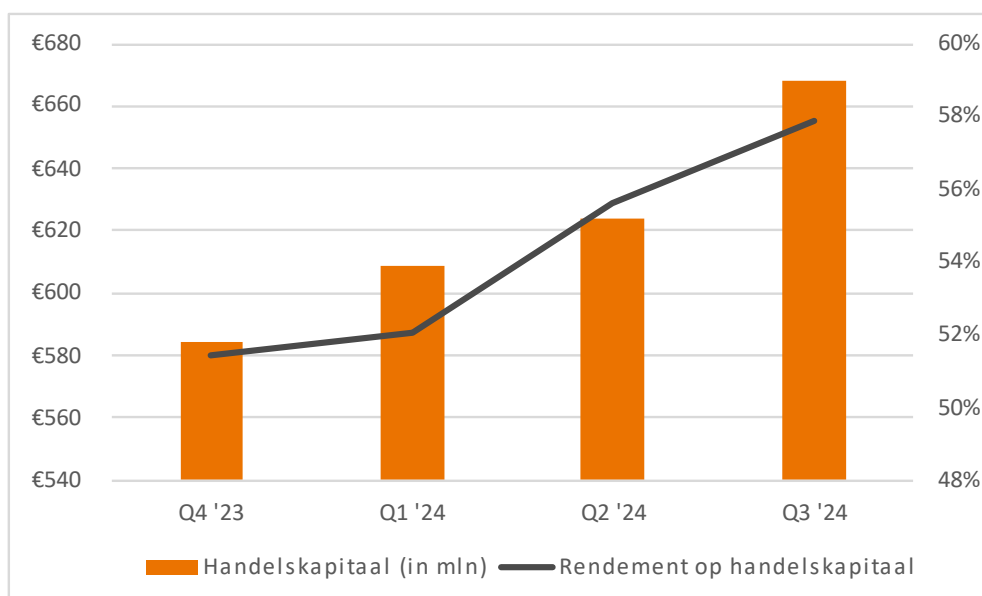
“Zowel ASMI als Besi zitten met hun technologieën in de sweet spot van de halffeleiderindustrie en zullen de komende jaren een ongekeerde groei tegemoet zien waarbij alle omzet- en winstrecords uit het verleden ruimschoots worden overtroffen”

Zowel ASMI, met hun ALD-machines (55% marktaandeel) als Besi, met hun HB-machines (>90% marktaandeel), zitten in de *sweet spot* van de snelst groeiende markt voor front-end en back-end chipmachines. Beide technologieën zijn onmisbaar voor het maken geavanceerde microchips voor onder andere kunstmatige intelligentie. Beide unieke en innovatieve ondernemingen gaan de komende jaren een ongekeerde groei tegemoet, waarbij alle omzet- en winstrecords uit het verleden ruimschoots worden overtroffen!

Flow Traders realiseerde beste Q3 cijfers in 20-jarig bestaan

Onze participatie, *fintech* onderneming Flow Traders, realiseerde in Q3 € 107 miljoen aan netto handelsinkomsten en hield onder aan de streep € 38 miljoen nettowinst over, wat daarmee het beste derde kwartaal in hun 20-jarig bestaan was. Een zeer knappe prestatie. Over de eerste negen maanden werd ruim € 96 miljoen verdiend, oftewel een winst per aandeel van € 2,23. De onderneming is duidelijk op weg om onze jaarprognose van € 2,25 WPA ruimschoots te overtreffen. Het aanpassen van het dividendbeleid wat resulteerde in het inhouden van het dividend, is gezien de sterke netto handelsinkomsten een juiste keuze geweest.

Het handelshandelskapitaal is door geen dividend uit tekeren en door het aantrekken van extra kapitaal van € 25 miljoen in het tweede kwartaal gestegen naar € 668 miljoen. Flow Traders heeft in het derde kwartaal wederom laten zien dat het handelskapitaal goed aan het werk is gezet, met een rendement van 58%. Dit rendement was tevens het hoogste van dit jaar. Het is nu noodzaak dat de onderneming het handelskapitaal verder laat groeien, enerzijds door ingehouden winsten en anderzijds door externe financiering aan te trekken, om zo de verdien capaciteit van de zeer winstgevende onderneming verder te verhogen.

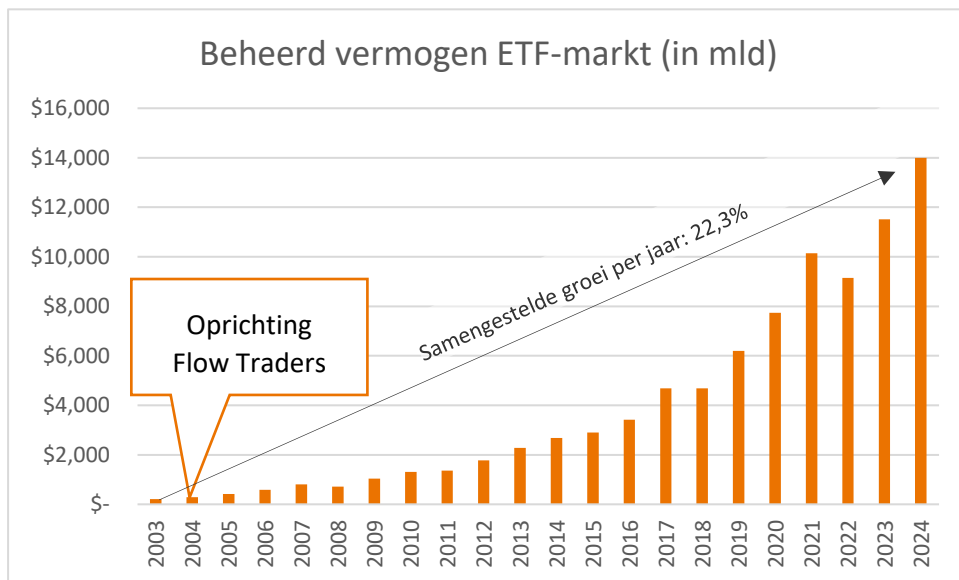


“Flow Traders moet de komende jaren in staat zijn om het handelskapitaal op te trekken naar tenminste € 1 miljard om de verdien capaciteit te verhogen”

Met het goede *track record* moet Flow Traders in staat zijn om de komende jaren het handelskapitaal op te trekken naar tenminste € 1 miljard. Kijkend naar het rendement op het handelskapitaal van de afgelopen jaren, onder normale marktomstandigheden tussen de 50% en 70%, zou dit betekenen dat de netto handelsinkomsten kunnen stijgen naar tenminste € 500 miljoen tot € 700 miljoen. Wanneer, zoals tijdens de coronapandemie, de vlam in de pan slaat op de financiële markten, moet de onderneming de ambitie van € 1 miljard aan netto handelsinkomsten ruimschoots kunnen overtreffen. Immers, in het recordjaar 2020 verdiende Flow Traders € 933 miljoen aan netto handelsinkomsten op een handelskapitaal van € 772 miljoen, oftewel 129% rendement.

“Door koersstijging en een record aan netto instroom van \$ 1.400 miljard is het beheerd vermogen van alle wereldwijde Exchange Traded Funds gestegen naar een recordhoogte van ruim \$ 14.000 miljard”

Aan de sterk groeiende ETF-markt ligt het in ieder geval niet. Dit jaar staat het beheerd vermogen van alle wereldwijde Exchange Traded Funds (ETFs) op een recordhoogte van ruim \$ 14.000 miljard (!). De trend naar passief beleggen is onomkeerbaar gezien de record netto instroom dit jaar van \$ 1.400 miljard, oftewel 10% van het totale beheerd vermogen.



Deze sterke groei wordt extra aangejaagd door het succes van de spot Bitcoin ETFs in Amerika. Sinds de introductie begin dit jaar is er al voor ruim \$ 68 miljard in belegd, waarmee het de snelst groeiende *asset class* ooit is. Door met name de koersverdubbeling van de Bitcoin dit jaar is de totale waarde van alle cryptomunten tot boven de \$ 3.000 miljard gestegen. Flow Traders plukt ook hier de vruchten van omdat het de marktleider is in Europa. De verdien capaciteit van Flow Traders zal de komende jaren dan ook fors toenemen, maar het blijft natuurlijk ook afhankelijk van de omloopsnelheid van het beheerd vermogen, *spreads*, dislocaties en marktaandeel.

Wij hebben het volste vertrouwen dat de onderneming met het verhogen van handelskapitaal en de diversificatiestrategie in staat moet zijn om de winst per aandeel in minder gunstige marktomstandigheden continu te verhogen naar tenminste € 2,00 per aandeel. In deze min of meer *bear case scenario* staat Flow Traders tegen de huidige beurwaardering alsdan op slechts iets meer dan 10 keer de winst. Op basis van de verwachte winst per aandeel van circa € 2,75 dit jaar is de K/W-verhouding slechts minder dan acht. Als de sterke onderwaardering langere tijd aanhoudt, raden wij de onderneming aan om wederom eigen aandelen in te kopen om de winst per aandeel te verhogen en zo extra waarde te creëren voor de aandeelhouders.

Vooruitzichten

Nadat Donald Trump overduidelijk (312 kiesmannen versus 226 voor Kamala Harris) voor de tweede keer is verkozen als president van Amerika, hebben de Republikeinen naast het Huis van Afgevaardigden ook de meerderheid in de Senaat gekregen. Deze zogenaamde *clean sweep* geeft Trump de komende vier jaar alle macht om zijn 'America First' beleid, hogere importtarieven, lagere belastingen, overheidsbezuinigingen en deregulering, door te voeren. De 'Trump Trade' was ook duidelijk terug te zien op de wereldwijde financiële markten.

Bankaandelen en smallcaps in Amerika en cryptomunten, met name de Bitcoin, schoten na de verkiezingswinst van Trump gelijk omhoog. Daarentegen doken de Amerikaanse staatsobligaties omlaag waardoor de rente fors steeg en de US dollar ten opzichte van de euro sterk in waarde toenam. Nadat wereldwijde aandelen in oktober een stapje terugdeden door verkiezingsangst, zette met name Amerikaanse aandelen de rally in november voort, maar waren Europese aandelen door de verkiezingsuitslag de gebeten hond. Hierdoor namen de waardering- en rendementsverschillen tussen beide continenten nog verder toe.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Hoewel Amerikaanse smallcaps de afgelopen weken fors in waarde stegen (>10%), bleven Europese smallcaps, en ook hier in Nederland, fors achter. Ook ten opzichte van Europese largecaps blijven Europese smallcaps achter, waardoor de K/W-verhouding in de afgelopen 20-jaar niet zo goedkoop is geweest ten opzichte van hun grote evenknieën. Het is de verwachting dat de ECB en FED, die in oktober en november hun beleidsrente met 25 basispunten verlaagden, in december en in 2025 verdere renteverlagingen zullen doorvoeren, waardoor smallcaps een inhaalslag zullen gaan maken. Gezien de zwakke Europese economie en dalende inflatie, zal de ECB veel sterker de beleidsrente moeten verlagen dan de Amerikaanse centrale bank. De markt gaat er nu vanuit dat de ECB de komende 12 maanden de beleidsrente met 150 basispunten gaat verlagen naar 1,75% (nu 3,25%). Deze serie van renteverlagingen moeten de Europese economie weer op gang helpen.

Onze participaties, en dan met name de industriële technologieondernemingen, zullen hiervan het meest profiteren. Uitgestelde kapitaalintensieve investeringen zullen door de lagere rente gaan aantrekken, waardoor de volumes (lees: omzet), waar nu de meeste pijn zit, weer zullen stijgen. Hoewel twee derde van onze portefeuilleweging schuldenvrij is, zullen de rentelasten van onze participaties, met name vanaf volgend jaar, fors gaan dalen. Onze verwachting is dan ook dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2025 aanzienlijk zal gaan stijgen. In ons maandbericht over december zullen we daar uitgebreid op terugkomen.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding 2024 van 17,3 en een gewogen dividendrendement van 3,5%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Amsterdam, 15 november 2024

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie	
Startdatum	1 februari 2007
Fondsvermogen	€ 151,9 mln
Beurskoers	€ 92,22
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 92,50
Aantal uitstaande aandelen	1.642.583
Beursnotering	Euronext Amsterdam
Verhandelbaarheid	ledere handelsdag
Valuta	EUR
ISIN Code	NL0009388743

Dividend

Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	30 april 2024
Dividendbeleid en -historie	Zie website

	AVF	AEX	AMX	ASCX
cum.	394,1%	206,6%	112,8%	198,1%
2024	-5,1%	13,8%	-2,7%	4,7%
2023	29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
2022	-23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
2017	26,7%	16,5%	24,7%	34,5%
2016	14,9%	13,6%	0,8%	7,5%
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%

Rating

Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Silver

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	9,7%	1,0%	12,7%	13,5%	9,4%
AMX-index	15,1%	-2,7%	3,2%	6,8%	4,3%

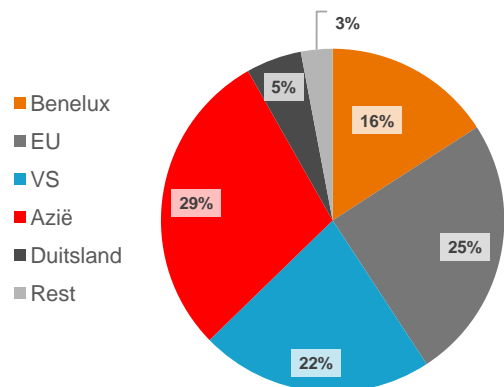
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 31-10-2024. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/renderementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0,4	3,1
% Positieve maanden	61,6%	60,1%
% Positieve jaren	72,2%	66,7%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	66,7%	
Active share vs. AMX	89,1%	
Standaard deviatie (10 jaar)	18,0%	18,0%
Top-3 holdings % van totaal	38,4%	26,4%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	9,2%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,2%	
Beta (5 jaar)	0,94	
Beta (sinds begin)	0,93	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,75	0,43
Sharpe ratio (sinds begin)	0,72	0,65

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	31,8%	33,5%
> € 2 miljard	6,1%	43,7%
> € 1 miljard	20,5%	19,7%
> € 500 miljoen	18,7%	2,6%
< € 500 miljoen	23,0%	0,6%

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²³	18,9	13,6
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁴	17,3	13,2
Dividendrendement ²⁰²³	2,9%	3,5%
Dividendrendement ²⁰²⁴	3,5%	3,3%

Omzetverdeling portefeuille

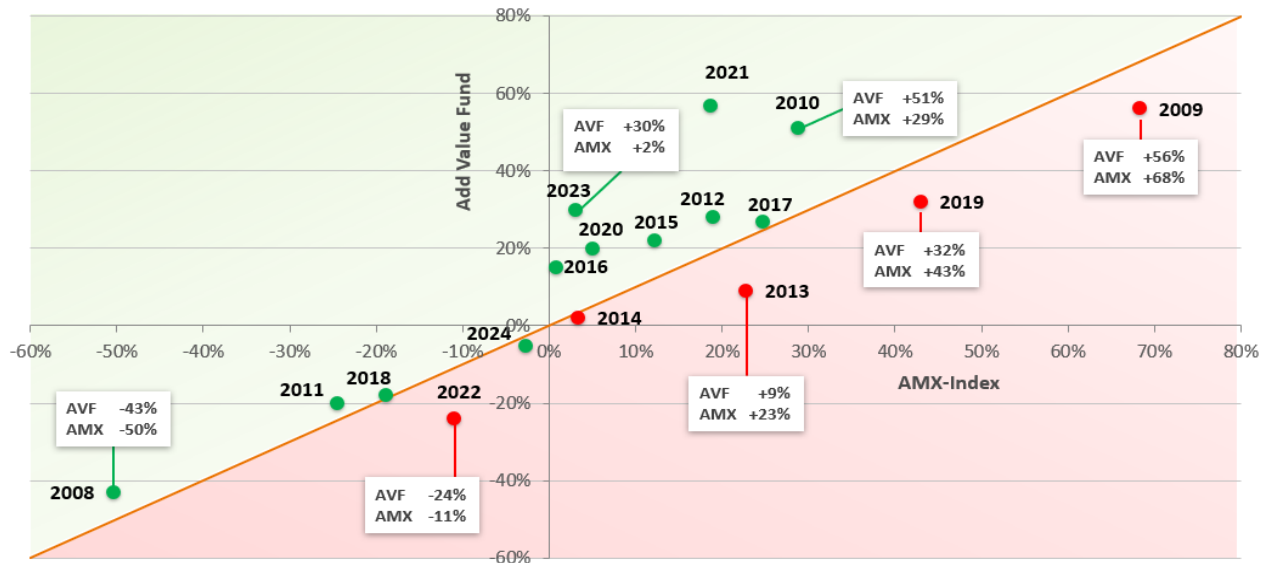


Portefeuille naar eindmarkt



Duurzaamheid

Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en 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.



Dit is een reclame-uiting. Zie voor meer productinformatie het Prospectus en EID.

Weergegeven rendementen zijn exclusief eventuele kosten van de distributeur. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren, in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.