



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in september een negatief beeld zien. De AEX-Index daalde met 2,0% naar 728,8, de Amsterdam Midkap Index daalde met 5,1% naar 835,9 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 3,6% lager op 1.260,1.







De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in september met 7,8% van € 95,68 naar € 88,24. Over de eerste negen maanden van 2023 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +15,7% gerealiseerd.

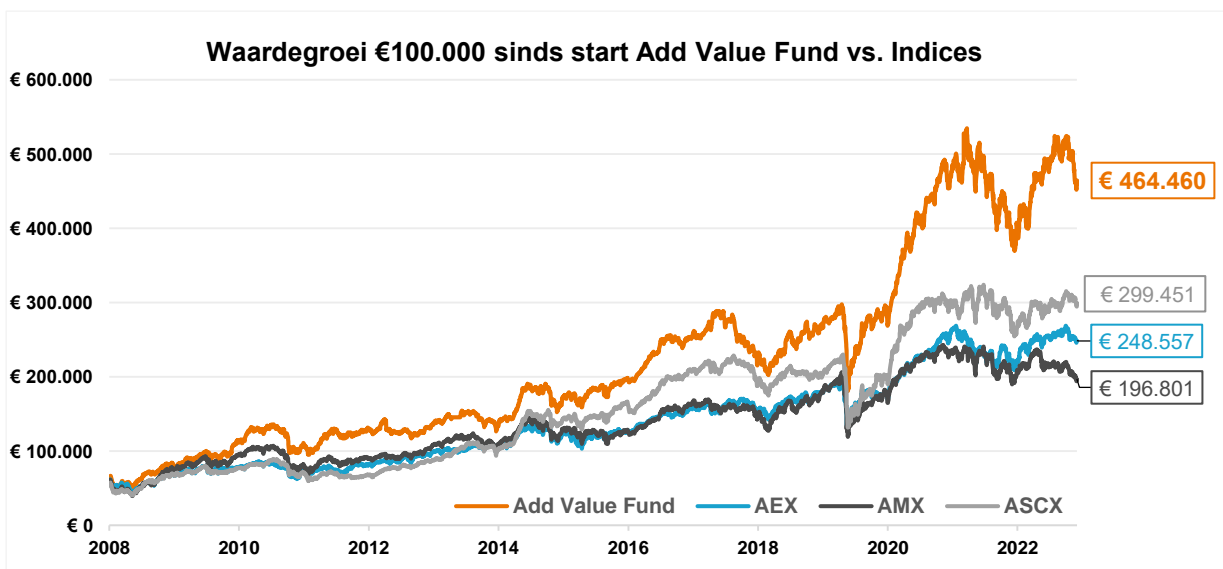
Het fondsvermogen per 30 september 2023 bedroeg € 148,5 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 133,3 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind september een creditsaldo en overige overlopende posten van 10,2% van het fondsvermogen.

- 1) In september realiseerde 1 van de 11 participaties (= 9%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 7 van de 11 participaties (= 64%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Acomo** het best in portefeuille. Acomo staat te boek als een relatief defensief aandeel;
- 3) De zwakst presterende participatie in september was **Ebusco**. Verlieslatende groeiondernemingen en met name ESG gerelateerde aandelen kregen het in de verslagmaand vanwege de sterk oplopende kapitaalmarktrente zwaar te verduren.

Rendement



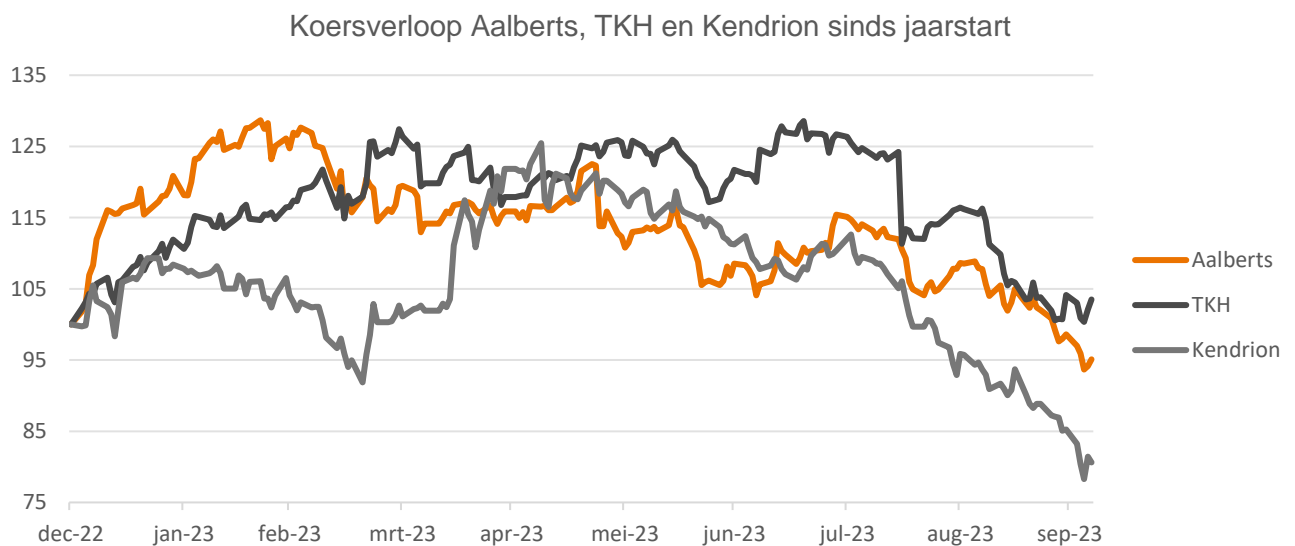
Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	 18,7%	1. Acomo	0,7%	1. Ebusco	 -40,3%
2. BE Semiconductor Ind.	 18,2%	2.	0,0%	2. BE Semiconductor Ind.	 -12,3%
3. Nedap	 10,2%	3.	0,0%	3. Sif Holding	 -12,2%



Industriële technologieondernemingen historisch laag gewaardeerd

Industriële ondernemingen zijn dit jaar op de beurs hard afgekomen. Zo ook de Add Value Fund participaties Aalberts, TKH en Kendrion. Op zichzelf staand is dit niet zo vreemd. De industriële sector is sterk gecorreleerd aan de economische conjunctuur en met een eventuele recessie in het verschieft is het sentiment onder beleggers negatief. Ook de sterk gestegen kapitaalmarktrente, op zijn hoogste punt sinds 2007, heeft een drukkend effect gehad op aandelenkoersen in zijn geheel.

Als gevolg van deze koersdreun, terecht of niet, bevindt de gemiddelde koers-winstverhouding 2023 van onze drie industriële technologieparticipaties zich op het historisch lage niveau van 11. Ten opzichte van het 10-jaars gemiddelde van 16,5 betekent dit een *discount* van 33%. De laatste keer dat deze ondernemingen soortgelijke lage waarderingen hadden was tijdens het dieptepunt van de coronacrisis midden 2020 en de eurocrisis 2011.



Bron: Datastream; Geïndexeerd, 31-12-2022 = 100

Afgaande op deze historisch lage waarderingen nemen beleggers dus al een voorschot op een eventuele (zware) recessie door deze in de huidige beurskoersen te verdisconteren. Voor ons als actieve en betrokken lange termijn belegger is het dan noodzaak om in deze onzekere tijden koers te houden en door een eventuele recessie heen te kijken. Immers, beleggen is vooruitkijken en beurskoersen lopen minimaal zes tot negen maanden voor op de economische realiteit.

“Beurskoersen lopen minimaal zes tot negen maanden voor op de economische realiteit”

Ondanks dat ook Aalberts, TKH en Kendrion gevoelig zijn voor een economische neergang zijn deze drie ondernemingen veel minder cyclisch dan in het verleden het geval was. Al zal op de korte termijn de winstgroei niet meevallen, vooruitkijkend naar 2024 en 2025 verwachten wij gemiddeld een ruime dubbelcijferige jaarlijkse winstgroei. Aangezien winstgroei en koersstijging hand in hand gaan levert dit voor ons als aandeelhouder ook een overeenkomend rendement op. Op basis van deze winstgroeivooruitzichten vinden wij de huidige (onder) waarderingen van onze industriële participaties overdreven en niet rationeel. Niet voor niets vinden er momenteel overnames plaats tegen substantieel, tot zelfs 50%, hogere waarderingen.

Dit laat dan ook zien dat strategische partijen de huidige lage waardering benutten om hun eigen portfolio uit te breiden. Maar ook *private equity* partijen zijn in de fusie- en overnamemarkt actief. De tijd is daarom rijp om deze drie ondernemingen andermaal tegen het licht te houden.

Aalberts – recessieangst drukt onterecht de waardering

Allereerst Aalberts. De beurskoers van deze innovatieve industriële onderneming is sinds het hoogste punt, februari dit jaar, met 33% gedaald. Vanaf de *all time high* in januari 2022 op € 59,76 is dat zelfs een koersdaling van 45%. Hoewel analisten, net als wij, hun winstverwachtingen naar beneden hebben bijgesteld, is de beurskoers vele male harder gedaald waardoor de waardering van het aandeel fors lager is komen te liggen. De verwachte koers-winstverhouding 2023 van Aalberts stond ultimo september op 10,5. De verhouding stond daarmee 38% lager dan het 10-jaars gemiddelde van 16,8.

Aalberts: koers-winstverhouding afgelopen 10-jaar



Bron: Datastream

Een reden voor de forse *de-rating* van het aandeel kan zijn dat beleggers inschatten dat Aalberts, vroeger Aalberts *Industries* geheten, gevoeliger is voor de economische conjunctuur dan het in werkelijkheid is.

De onderneming behaalt maar liefst 50% van zijn groepsomzet uit de eindmarkt *eco-friendly buildings*. Oftewel uit de bouwmarkt. Regelmatig worden ook wij in de kranten geconfronteerd met grote koppen over uitgestelde nieuwbouwprojecten en omvallende bouw- en vastgoedondernemingen. Dat de beurskoers van Aalberts in de sleur van deze negatieve berichten de afgelopen maanden sterk is afgekomen is echter onterecht. Slechts een relatief klein gedeelte, circa 15% van de groepsomzet, is gerelateerd aan de nieuwbouwmarkt. Het overgrote deel, circa 35% van de groepsomzet, wordt behaald uit de renovatiemarkt. Deze eindmarkt houdt zich nog goed staande door de energietransitie en is over het algemeen veel minder cyclisch dan de nieuwbouwmarkt.



70% van Aalberts' bouw gerelateerde omzet is afhankelijk van de renovatiemarkt

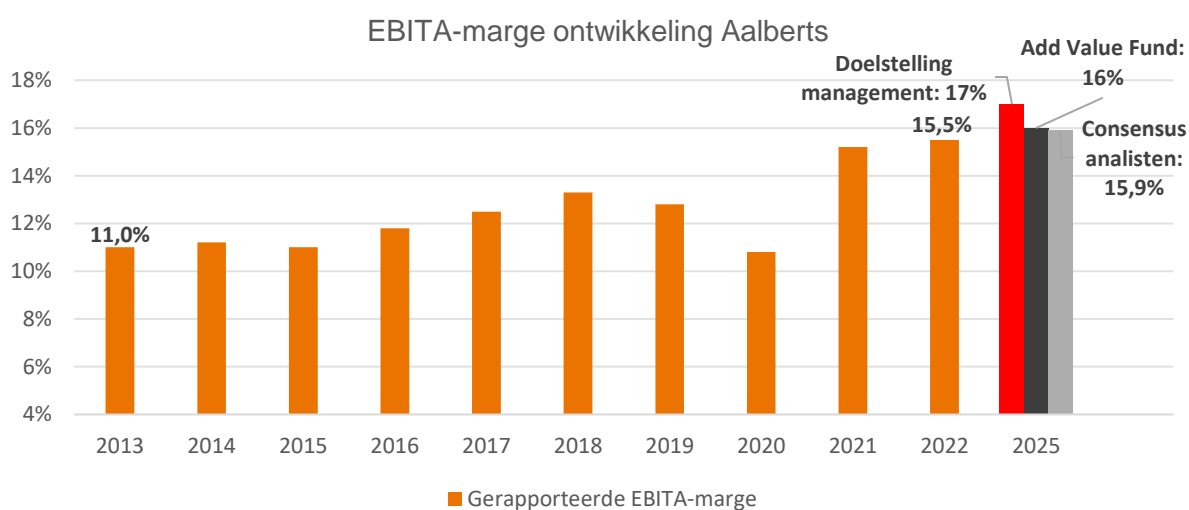
Met de sterke trend naar verduurzaming, soms verplicht voor gebouweigenaren, worden de energiebesparende producten van Aalberts alleen maar relevanter. Dit zorgt voor stabilisatie in Aalberts' omzet in het bouwsegment. Ondanks dat op korte termijn de nieuwbouwmarkt nog zwakte zal vertonen.

Daarnaast draait het industriële segment, circa 45% van de groepsomzet, met een goed gevuld orderboek op volle toeren. De onderneming profiteert hier onder andere van de seculiere groeitrend in de halfgeleiderindustrie. De

zogenaamde *semicon* eindmarkt is de afgelopen jaren dan ook de snelst groeiende eindmarkt voor Aalberts geweest. Waar dit in 2015 nog maar 3% van de groepsomzet bedroeg, was het in H1-2023 al 13% van de groepsomzet (circa € 226 miljoen). Verschillende onderzoeksbureaus verwachten dat de chipverkopen van circa \$ 500 miljard in 2023 zullen verdubbelen naar \$ 1.000 miljard in 2030. Hier gaan onder andere de chipmachinefabrikanten enorm van profiteren, maar ook belangrijke toeleveranciers en ontwikkelpartners zoals Aalberts.

“Aalberts ligt goed op koers om financiële doelstellingen in 2026 te realiseren”

Ondanks de op korte termijn minder rooskleurige economische ontwikkelingen zijn wij van mening dat de historische lage waardering op basis van bovenstaande groeidrijvers onterecht is. Wij verwachten nog steeds dat Aalberts zijn afgegeven doelstellingen, circa 5% omzetgroei per jaar tot en met 2026 en een EBITA-marge van 16% tot 18%, in 2026 gaat behalen. Wat betreft de EBITA-marge gaan wij conservatief uit van de onderkant van de bandbreedte. De onderneming moet dan in staat zijn om in 2026 € 4,10 winst per aandeel voor amortisatie te verdienen. Dit komt neer op een samengestelde winstgroei van 7,5% per jaar.

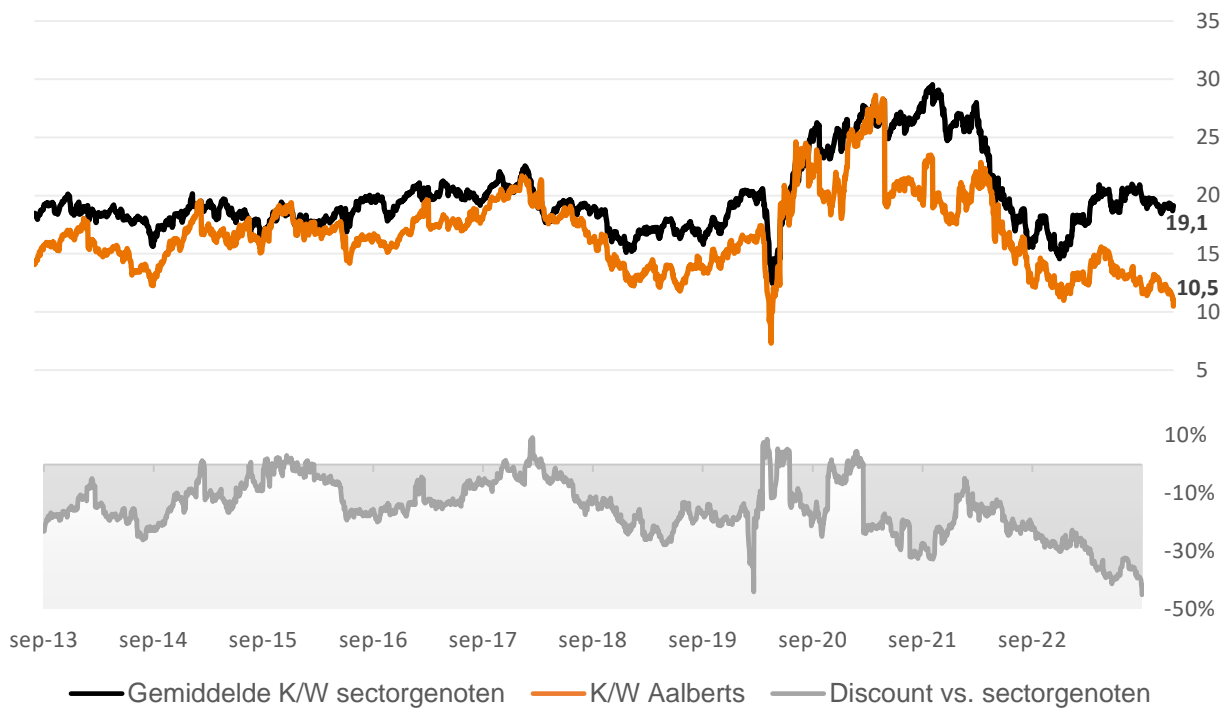


Bron: Aalberts en schatting AVF

Als kers op de taart komt daarbij nog een eventuele *re-rating* vanaf de op dit moment lage waardering. Dit hangt ook mede af van de rente- en macro-economische ontwikkelingen. Wanneer wij de gemiddelde 10-jaars koers-winstverhouding van 16,8 aanhouden zou het aandeel Aalberts in 2026 circa € 69,- per aandeel waard moeten zijn. Oftewel, ruimschoots het dubbele ten opzichte van de huidige beurskoers van € 33,-. Wordt vanwege de huidige hogere rentes een *discount* op het 10-jaars gemiddelde van 20% genomen dan komt deze koers-winstverhouding uit op 13,5. Dit vertaald zich in een waarde van ruim € 55 per aandeel in 2026. Oftewel, een samengesteld koersrendement van 19% per jaar. Tezamen met het gemiddelde dividendrendement over die periode (2023-2026) van ruim 3,5% per jaar, ligt het totaalrendement van 22,5%, ruimschoots boven onze rendementsdoelstelling van tenminste 10% per jaar.

In onze mening dat de beurskoers van Aalberts ondergewaardeerd is worden wij gesterkt door een tweetal recent aangekondigde overnames in de sector, die van het Finse Uponor en die van het Amerikaanse Circor. De waardering van Aalberts ligt op dit moment 36% lager dan de gemiddelde waardering waarop deze overnames plaatsvonden. Dit terwijl Aalberts hogere marges behaald en is blootgesteld aan sneller groeiende eindmarkten. Ook op basis van een *peer group* waardering is Aalberts sterk ondergewaardeerd. De verwachte gemiddelde koers-winstverhouding 2023 van de *peer group* ligt momenteel op 19,1 keer, terwijl Aalberts 10 keer de verwachte winst noteert. Oftewel, een forse discount van 45%. Over de afgelopen 10-jaar bedroeg de discount gemiddeld 15%.

Koers-winstverhouding Aalberts afgelopen 10-jaar ten opzichte van sectorgenoten

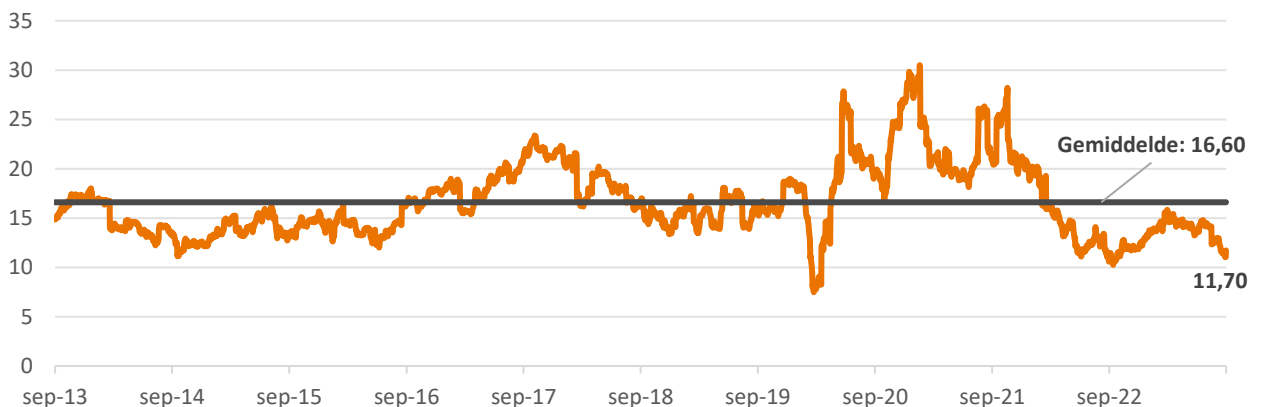


Bron: Datastream

TKH – winstherstel bandenbouwmachinedivisie en winstbijdrage van groei-investeringen zorgen voor re-rating

Ook de waardering van technologieonderneming TKH staat dit jaar onder druk. De beurskoers van de onderneming is sinds het hoogtepunt midden juli met 25% gedaald. De verwachte koers-winstverhouding 2023 stond daarmee ultimo september op 11,7, 30% onder het 10-jars gemiddelde van 16,6.

TKH: koers-winstverhouding afgelopen 10-jaar



Bron: Datastream

Ook bij TKH wordt naar onze mening de cycliciteit van de onderneming overschat. De onderneming behaalt 26% van zijn groepsomzet (€ 250 miljoen in H1-2023) binnen het *Smart Vision* segment, de verkoop van slimme 2-D en 3-D camera's. Omdat deze eindmarkt traditiegetrouw een sterke correlatie met de economische conjunctuur heeft vallen de resultaten in de gehele *Vision* industrie al een aantal kwartalen tegen.

“De Smart Vision divisie van TKH presteert beter dan de markt en concurrenten”

Waar de omzetten van veel concurrenten in het eerste halfjaar van 2023 echter met dubbelcijferige percentages afnamen, nam de omzet van TKH *Smart Vision* met 7% toe. In het kielzog van slecht presterende concurrenten wordt TKH door beleggers desondanks in het verdomhoekje geplaatst. De eindmarkten waarin TKH in dit segment actief is zijn echter stabiel, en groeien daarnaast sneller, dan veel van de markten waarin rivalen actief zijn. Ook is de productpropositie van TKH in veel gevallen simpelweg beter en innovatiever.

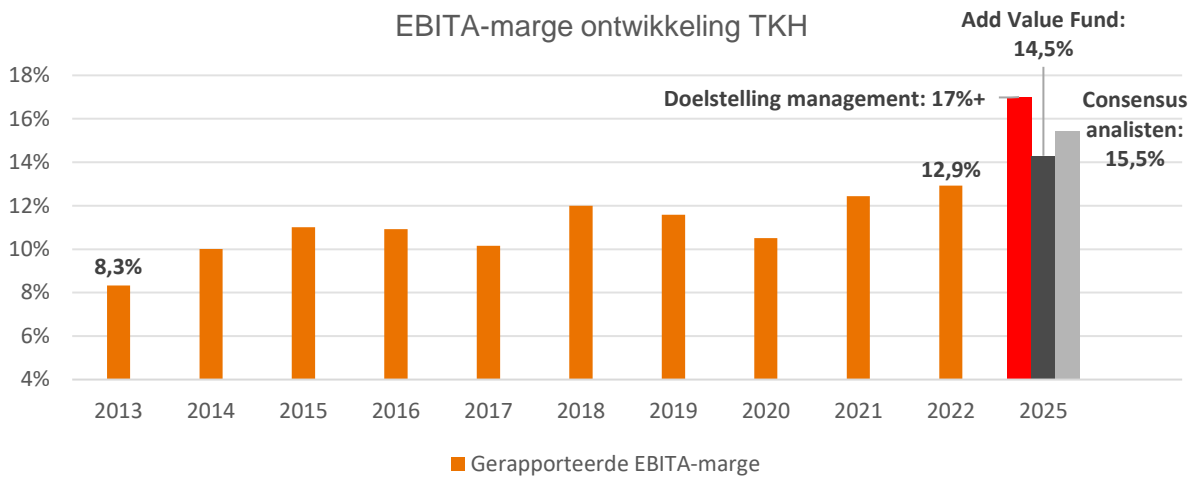
Ook het Smart Manufacturing segment, 27% van de groepsomzet, is naar onze mening robuuster dan in het verleden het geval was en waar beleggers geen rekening mee houden. Zo staat het orderboek met € 599 miljoen op een recordhoogte. Het overgrote deel hiervan zijn orders voor TKH's hoogtechnologische en innovatieve bandenbouwmachines. Ondanks dat ook bandenfabrikanten hun investeringen in nieuwe bandenbouwmachines bij een eventuele recessie naar alle waarschijnlijk (kortstondig) zullen terugschroeven is de omzet voor TKH in 2024 geborgd door een recordorderboek. Ook op de middellange termijn zullen niet alleen de sterke onderliggende groeitrends ([zie maandbericht februari](#)) de komende jaren voor een sterke omzetgroei zorgen, maar ook voor stijgende winstmarges.

€ 200 miljoen aan investeringen voor capaciteitsuitbreiding in 2023 en 2024 zorgt voor forse winstimpuls

<p>Expansion Specialized Connectivity Systems Rawicz (Poland) Operational in Q3 2023</p> 	<p>Expansion Tire Building Systems factory Leszno (Poland) Operational in Q2 2023</p> 
<p>New Fibre Optic Cable factory Rawicz (Poland) Operational in Q3 2023</p> 	<p>New Subsea Cable factory Eemshaven (Netherlands) Operational in Q2 2024</p> 
<p>Expansion Medium & High Voltage Lochem (Netherlands) Operational in Q3 2023</p> 	

Daarnaast gaat TKH het komende jaar nog circa € 110 miljoen investeren in capaciteitsuitbreidingen (ruim € 90 miljoen is al uitgegeven). Zo is er een nieuwe glasvezelfabriek in Polen gebouwd en zijn de bandenbouwactiviteiten aldaar uitgebreid. De productiefaciliteit in Lochem is aangepast en flink uitgebreid voor midden- en hoogspanningskabels en tevens wordt er een volledig nieuwe geautomatiseerde *state-of-the-art* fabriek voor *offshore wind* stroomkabels (Inter-Array) in het Groningse Eemshaven gebouwd (operationeel in Q2-2024). Met deze strategische investeringen verhoogt de onderneming niet alleen haar verdien capaciteit cq winstgroei potentieel, maar verlaagt hiermee ook de cycliciteit van de omzet- en winstontwikkeling. De terugverdientijd zal naar verwachting maximaal vier jaar bedragen.

Ondanks bovenstaande groeidrijvers houden ook wij een slag om de arm. Wij verwachten dat TKH haar doelstelling van tenminste € 2 miljard omzet en een EBITA-marge van tenminste 17% in 2025 maar deels zal gaan realiseren. Vooral de EBITA-margedoelelstelling lijkt ons gegeven de resultaten van de afgelopen kwartalen te ambitieus. Niet alleen wij, maar ook analisten hebben hun taxaties de afgelopen maanden neerwaarts bijgesteld en gaan er nu al vanuit dat deze doestelling in 2025 niet wordt gehaald. Een deel van de huidige lage waardering op de beurs wordt waarschijnlijk dan ook hierdoor verklaard.



Bron: TKH en schatting AVF

“Vanwege de lage waardering koopt TKH wederom voor € 25 miljoen aan eigen aandelen in”

Zelfs wanneer de 17% EBITA-marge doelstelling wordt losgelaten en een conservatieve marge van 14,5% wordt aangehouden, verwachten wij dat TKH in staat moet zijn om circa € 4,75 winst per aandeel (voor amortisatie) in 2025 te kunnen gaan verdienen. Dit komt neer op een samengestelde groei van de winst per aandeel over de periode 2023-2025 van ruim 20%. Wanneer we alsdan de gemiddelde 10-jaars koers-winstverhouding van 16,6 aanhouden, zou het aandeel TKH in 2025 circa € 79,- per aandeel waard moeten zijn. Oftewel, meer dan ruimschoots het dubbele ten opzichte van de huidige beurskoers van € 37,50-. Wordt een 20% *discount* op de gemiddelde koers-winstverhouding gehanteerd dan vertaald zich dit in een waarde per aandeel in 2025 van € 63,-. Oftewel, een koersrendement van ruim 30% per jaar. Inclusief het verwachte gemiddelde dividendrendement van 5% per jaar, komt het totaalrendement alsdan op een kloeke 35% per jaar. Niet voor niets heeft de onderneming recent een nieuw aandeleninkoopprogramma aangekondigd ter waarde van € 25 miljoen, nadat de eerste € 25 miljoen reeds begin september is afgerond.

Kendrion – herstel automobielf divisie en groei China niet in waardering verwerkt

Net als bij Aalberts en TKH stond ook de verwachte koers-winstverhouding 2023 van Kendrion ultimo september op een laag niveau van 10,8, 26% onder de 10-jaars mediaan van 14,6. De beurskoers is vanaf de piek dit jaar, begin mei, met 35% gedaald.



Bron: Datastream

De huidige lage beurswaardering van Kendrion correspondeert naar onze mening niet met de positieve middellange termijn winstgroeivooruitzichten van de onderneming.

Op basis van de financiële resultaten van de afgelopen jaren zou de lage waardering eventueel te verklaren zijn. Historisch gezien maakte de omzet van de automobielfunctie namelijk circa twee derde van de groepsomzet uit. De resultaten van Kendrion waren dus sterk afhankelijk van de (Duitse) automobielfunctie.

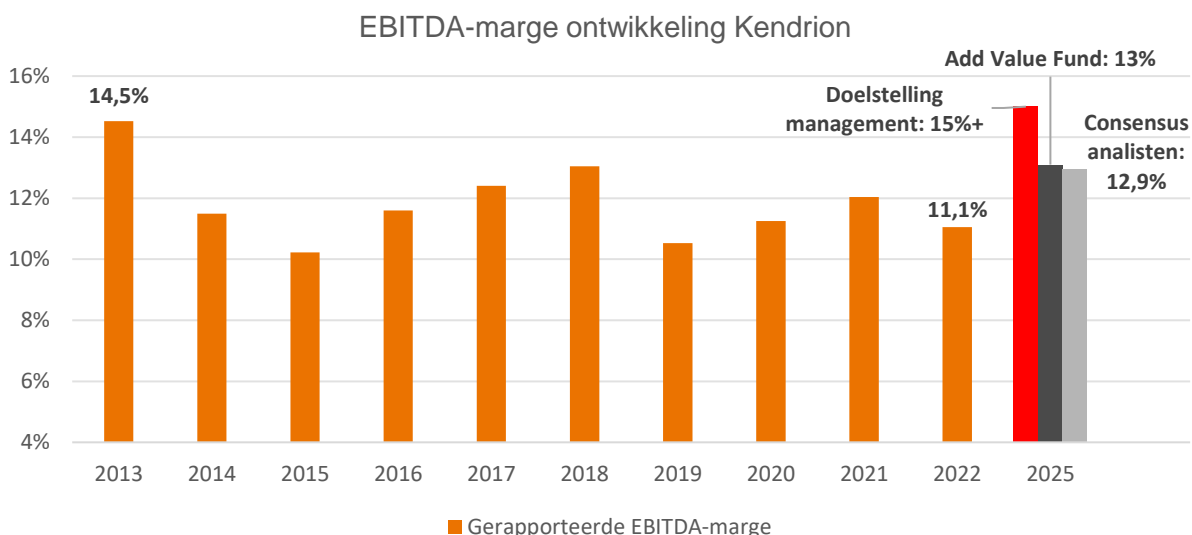
Het industriële segment heeft in de tussentijd echter een sterke omzet- en winstgroei laten zien (€277 miljoen aan omzet in 2022 met een EBITDA-marge van ruim 17%). De groepsomzet is hierdoor nu gelijk verdeeld tussen de automobielfunctie- en industriële functie. Belangrijker is echter dat de industriële functie een hoger groeiprofiel kent en veel hogere EBITDA-marges behaalt (17,2%) dan de automobielfunctie (4,1%), waardoor deze functie nu voor circa 80% van het bruto bedrijfsresultaat verantwoordelijk is.

De huidige lage waardering impliceert echter dat Kendrion op de beurs nog wordt gewaardeerd alsof het een pure automobielfunctieaanbieder is. Dit terwijl de automobielfunctie voor slechts circa 20% bijdraagt aan het bruto bedrijfsresultaat.

Ook wordt in onze optiek Kendrion's groeipotentie in China, meer dan 10% van de groepsomzet, onderschat. De komende vier jaar verwacht de onderneming zijn Chinese omzet te verdubbelen naar minimaal € 100 miljoen.

Vanwege een langzamer dan verwacht herstel in de automobielfunctie gaan wij er echter niet langer meer vanuit dat de onderneming zijn EBITDA-marge doelstelling van tenminste 15% in 2025 zal gaan behalen. De 5% organische omzetgroei-doelstelling is in onze optiek nog wel realistisch. Ook analisten hebben deze conclusie inmiddels getrokken.

Wanneer rekening wordt gehouden met een lagere maar realistische EBITDA-marge van 13%, dan moet de onderneming in staat zijn om circa € 1,90 winst per aandeel te verdienen (voor amortisatie) in 2025. Dit komt neer op een samengestelde groei van de winst per aandeel van 30%. Houden wij de 10-jaars mediaan koers-winstverhouding van 14,6 aan, dan zou het aandeel Kendrion in 2025 circa € 27,50 per aandeel waard moeten zijn. Ruimschoots het dubbele ten opzichte van de huidige beurskoers van circa € 12-. Daar bovenop komt nog het zeer aantrekkelijke dividendrendement van tenminste 6% voor de komende jaren.



Bron: Kendrion en schatting AVF

Lage waarderingen en winstgroei zorgen voor hoge verwachte rendementen

Zoals wel vaker het geval is, heeft ieder nadeel zijn voordeel. De historisch lage waarderingen van onze drie innovatieve industriële ondernemingen maakt dat hun gemiddelde *earnings yield* (omgekeerde van de koers-winstverhouding) zich met 9,1% op een 10-jaars hoogtepunt bevindt (de piek in de coronacrisis buiten beschouwing gelaten). Wat betekent dit? Deze variabele meet het verwachte winstrendement van een investering in een aandeel. Een hogere *earnings yield* resulteert dus in een hoger verwacht rendement zolang de toekomstige winsten blijven groeien. De huidige lage waarderingen van Aalberts, TKH, en Kendrion betekenen dus hogere toekomstige rendementen voor ons als lange termijn aandeelhouder.

De stijging van de *earnings yield* is de afgelopen anderhalf jaar in gelijke tred gegaan met de stijging van de rente. Dit is ook niet zo verwonderlijk. Aangezien een investeerder nu bijna geheel risicovrij een *yield* van 3% op Nederlands staatspapier kan behalen (dit was anderhalf jaar geleden nog 0,5%) eist dezelfde investeerder nu ook een hoger rendement, cq risicopremie, op een risicovollere belegging in een beursgenoteerde onderneming.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Op basis van de verwachte middellange termijn winstgroei vinden wij desondanks dat de daling in de waardering van bovengenoemde ondernemingen te ver is doorgeschoten. Zo moet Aalberts volgens ons in staat zijn om zijn winst per aandeel met minimaal 7,5% te laten groeien tot 2026, TKH mede als gevolg van zijn investeringsplannen met tenminste 20% en Kendrion zelfs met 30%. Het herstel in de winstgroei van Kendrion is wel mede afhankelijk van het herstel van de (Duitse) automobiellindustrie.

Niet alleen ligt dus het verwachte rendement op basis van de huidige beurskoersen op een historisch hoog niveau (*earnings yield*), ook op basis van onze verwachte winstgroei taxaties wordt ons als lange termijn aandeelhouder een mooi verwacht rendement in het vooruitzicht gesteld. Indien onze winstgroei taxaties uitkomen ligt voor ons een zeer aantrekkelijk koersrendement in het verschiet. Mocht daarnaast de kapitaalmarktrente weer dalen, zal er een forse koers-winstexpansie (>30%) plaatsvinden richting het historisch gemiddelde. In de tussentijd worden wij beloond voor het wachten in de vorm van een aantrekkelijk hoog dividendrendement van meer dan 4% op jaarbasis.

Vooruitzichten

De 'crash' op de obligatiemarkten, volgens Bank of America de grootse koersdaling sinds 1787, zette de aandelenmarkten in de maand september fors onderdruk. Hierbij werden wereldwijde small- en midcap aandelen extra hard getroffen. De 'higher for longer' uitspraken van verschillende centrale bankiers zorgden ervoor dat zowel de Amerikaanse als Europese staatsobligatierentes in de verslagmaand fors opliepen. Afhankelijk van de looptijd liep de kapitaalmarktrente tot wel 70 basispunten op en bereikte daarmee het hoogste renteniveau sinds 2007. Door deze ongekende sterke renteklim in slechts enkele weken tijd kregen aandelen een forse *de-rating* voor hun kiezen. Deze herwaardering biedt een actieve lange termijn belegger zoals Add Value Fund mooie kansen, zoals we in dit maandbericht hebben beschreven.

Binnenkort komen onze participaties met hun derdekwartaalcijfers naar buiten. De elektrische bussefabrikant Ebusco publiceerde gisteren al een *trading update*, waarbij de eerste tekenen van herstel zichtbaar worden. De doelstelling voor het aantal geproduceerde bussen is weliswaar, door materiaal- en personeelstekorten, naar beneden bijgesteld naar 250 tot 300 (was 550 tot 600), maar is een lichte stijging ten opzichte van vorig jaar. De omzet in 2023 stijgt met een kleine 30% naar circa € 145 miljoen. Ook de nieuwe productiestrategie met in totaal drie assemblagepartners (voorheen een), waarvan twee in Azië en een in Europa, lijkt zijn vruchten af te werpen. De assemblagepartners liggen op koers om in het vierde kwartaal de eerste bussen af te leveren.

Daarnaast wekt het vertrouwen dat de grootse bus vervoerder van Europa, Deutsche Bahn, het raamcontract met Ebusco met twee jaar heeft verlengd tot en met 2026. Dit raamcontract, waarbij Ebusco voorkeursleverancier is, zal de komende jaren resulteren in enkele honderden bussenorders. Ebusco is nu marktleider in Duitsland en daarmee zijn ze de grote concurrenten, Mercedes-Benz en MAN, voorbijgestreefd.

Tevens steeg het orderboek in het derde kwartaal met 54 bussen naar een recordhoogte van 1.823. Ebusco is sinds de beursintroductie in oktober 2021 door een diep dal gegaan door de bekende problemen in de gehele (Europese) busseindustrie.

Het ziet ernaar uit, zoals we al beschreven in ons [halfjaarbericht](#), dat Ebusco het lek boven heeft en de productie voor het jaareinde weer grotendeels op de rails krijgt. In december komt de innovatieve en unieke bussefabrikant weer met een *update* over geheel 2023 en de vooruitzichten voor 2024. Als schot voor de boeg sprak Ebusco alvast de verwachting uit een positieve EBITDA te zullen behalen in 2024.

Alhoewel de vooruitzichten voor onze meeste participaties, door met name macro-economische ontwikkelingen, in het derde en vierde kwartaal iets minder gunstig zijn, zijn de organische winstgroeivooruitzichten, onvoorziene omstandigheden daargelaten, voor 2024 en 2025 uitstekend. In dat licht bezien hebben wij de gewogen winstgroei van onze portefeuille voor 2023 neerwaarts moeten aanpassen van -5% tot 0% naar iets meer dan 5% winstdaling.

In het maandbericht december zullen we dieper in gaan op de winstgroeivooruitzichten voor 2024.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding 2023 van 19,6 en een gewogen dividendrendement van 2,9%. De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 5,1%.

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

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma
Fund Manager & Managing Partner



Bastiaan Rogmans
Analist



Jordi Fierlings
Analist



Sacha Kipuw
Analist

Amsterdam, 12 oktober 2023

Add Value Fund Management B.V. | J.J. Viottastraat 31 | 1071 JP Amsterdam

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

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum. 364,5%	148,6%	96,8%	199,5%	
Fondsvermogen	€ 148,5 mln	2023	15,7%	8,3%	-7,2%	10,4%
Beurskoers	€ 88,50	2022	-23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 88,24	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Aantal uitstaande aandelen	1.682.476	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
Valuta	EUR	2017	26,7%	16,5%	24,7%	34,5%
ISIN Code	NL0009388743	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%

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

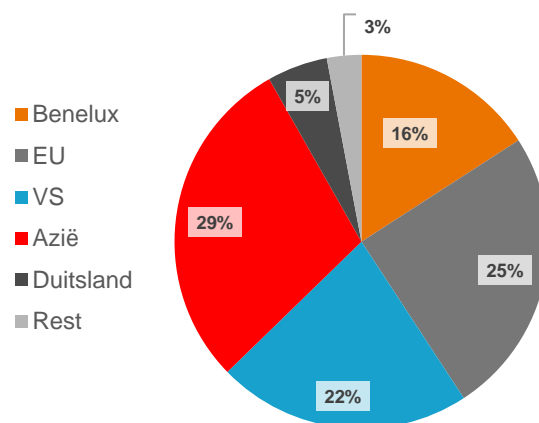
Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	22,1%	18,0%	14,2%	13,5%	9,6%
AMX-index	1,3%	4,6%	4,4%	6,7%	4,1%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 29-09-2023, Na kosten;
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX	Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
Schuld ratio	0,4	2,9	> € 5 miljard	41,1%	20,5%
% Positieve maanden	62,0%	60,5%	> € 2 miljard	6,5%	57,7%
% Positieve jaren	76,5%	64,7%	> € 1 miljard	14,2%	16,5%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%	> € 500 miljoen	17,0%	5,3%
% jaren outperformance	70,6%		< € 500 miljoen	21,1%	0,0%
Active share vs. AMX	88,3%				
Standaard deviatie (10 jaar)	35,6%	17,9%			
Top-3 holdings % van totaal	47,1%	26,4%			
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	10,5%				
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,0%				
Beta (5 jaar)	0,96				
Beta (sinds begin)	0,91				
Sharpe ratio (5 jaar)	0,71	0,32			
Sharpe ratio (sinds begin)	0,80	0,74			

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	15,1	13,5
Koers/winst-verhouding ²⁰²³	19,6	13,2
Dividendrendement ²⁰²²	3,5%	4,4%
Dividendrendement ²⁰²³	2,9%	3,6%

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

