

NAV:  
€ 80,18

AuM:  
€ 130.865.994

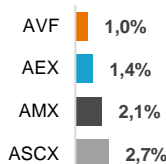
MTD:  
1,02%

YTD:  
21,36%

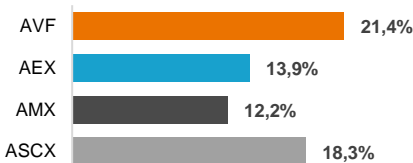


**Rendement**

%-verandering maand (incl. dividend)



%-verandering 2021 (incl. dividend)



De Nederlandse aandelenmarkt zette in april de positieve stemming voort. De AEX-Index steeg 1,4% naar 707,56, de Amsterdam Midkap Index voegde 2,1% toe op 1.036,81 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 2,7% hoger op 1.348,13.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in april met 0,8% van € 80,83 naar € 80,18. In april werd echter ook € 1,50 dividend per aandeel uitgekeerd. Gecorrigeerd voor deze uitkering bedroeg het maandresultaat +1,0%. Over de eerste vier maanden van 2021 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +21,4% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 3 mei 2021 bedroeg € 130,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 133,5 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind april een debetsaldo en overige overlopende posten van 2,0% van het fondsvermogen.

- 1) In april realiseerden 6 van de 12 participaties (= 50%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden alle participaties (= 100%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Neways Electronics International** het best in de portefeuille. Eind april deed grootaandeelhouder VDL Groep een voorlopige indicatieve bieding van € 12,50 per aandeel op de Sonse EMS-onderneming;
- 3) De zwakst presterende participatie in april was **Nedap**. De beurskoers leverde iets in van de sterke koersstijging van de voorgaande maanden. Daarenboven noteerde Nedap in april ex-dividend (€ 2,25). Hiervoor gecorrigeerd bedroeg de koersdaling 6,1%.

**Top-3 weging in portefeuille**

	in %
1. ASM International	18,4%
2. BE Semiconductor Ind.	15,4%
3. Flow Traders	11,3%

**Top-3 stijgers**

	in %
1. Neways Electronics Int.	30,9%
2. Basic-Fit	14,2%
3. Kendrion	6,4%

**Top-3 dalers**

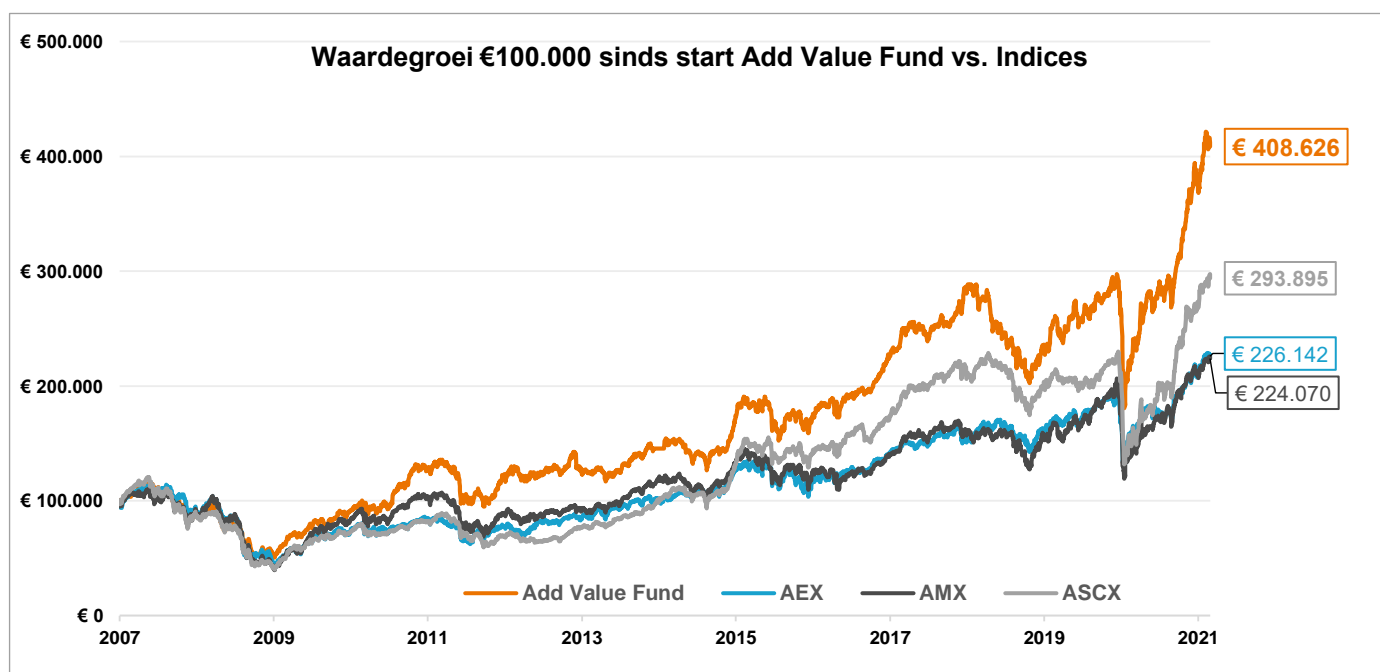
	in %
1. Nedap	-9,7%
2. BE Semiconductor Ind.	-5,8%
3. Flow Traders	-3,7%

**Fondsinformatie**

Startdatum	1 februari 2007
Fondsvermogen	€ 130,9 mln
Beurskoers	€ 79,94
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 80,18
Aantal uitstaande aandelen	1.632.198

**Dividend**

Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	27 april 2021
Dividendbeleid en historie	<a href="#">Zie website</a>



**Rating**

	Geannualiseerd rendement	1 jaar	3 jaar	5 jaar	10 jaar	sinds start	
Morningstar Analyst Rating	Bronze	Add Value Fund	69,6%	15,3%	17,1%	11,7%	10,4%
Morningstar Rating 5-jaar	★★★★★	AMX-index	46,0%	13,1%	12,3%	7,7%	5,8%

**Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*	Cum.
AVF	-3,20%	-43,10%	55,56%	51,20%	-20,34%	27,80%	8,89%	1,99%	21,98%	14,91%	26,65%	-18,27%	32,21%	20,37%	21,36%	308,63%
AEX	5,33%	-50,26%	41,90%	9,23%	-8,88%	13,99%	20,73%	8,67%	7,36%	13,56%	16,52%	-7,36%	28,51%	5,71%	13,91%	126,14%
AMX	-5,07%	-50,45%	68,35%	28,71%	-24,55%	18,96%	22,81%	3,40%	12,14%	0,81%	24,71%	-18,97%	42,61%	5,05%	12,20%	124,07%
AScX	-6,12%	-50,78%	51,95%	16,42%	-21,03%	11,27%	30,27%	18,28%	38,67%	7,47%	34,45%	-16,28%	20,51%	13,51%	18,33%	193,89%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 30/4/2021; Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie [addvaluefund.nl/rendementen](#)

**Accenten in de portefeuille**



NAV:  
€ 80,18

AuM:  
€ 130.865.994

MTD:  
1,02%

YTD:  
21,36%



**Maandbericht**

In dit maandbericht zoomen wij in op onze drie 'minder liquide' en 'minder bekende' participaties **Acom**, **Hunter Douglas** en **Neways Electronics International**. Echter, deze unieke beursgenoteerde 'familie' ondernemingen staan nu volop in de belangstelling vanwege fusie- en overnamenieuws.

Alle drie de ondernemingen worden niet of nauwelijks gevolgd door *sell-side* analisten van banken of brokers en besteden zelf ook relatief weinig aandacht aan *investor relations*.

Een kenmerk van small- en midcap aandelen dat gepaard kan gaan met een lagere beerswaardering waardoor ondernemingen ten prooi kunnen vallen aan ongewenste overnames.

Sinds de start van Add Value Fund in 2007 zijn er 11 participaties overgenomen door zowel strategische als financiële kopers met een gemiddelde overnamepremie van 37%. De laagste overnamepremie bedroeg 8% en de hoogste 73% en de meeste overnames vonden plaats tijdens en na de kredietcrisis in 2009 en 2010.

Groei- en winstversnelling Acom in 2021 en daarna

Acom is een handelshuis met verschillende dochterondernemingen in *soft commodities* en actief in meer dan 100 landen. De onderneming is Europees marktleider in specerijen, noten, kruiden en gedroogd fruit. Daarnaast is Acom de grootste onafhankelijke theehandelaar in de wereld en de nummer twee in zonnebloempitten. Tevens is de onderneming actief in de lucratieve Europese voedingsingrediëntenmarkt en via de recente overname van Tradin Organic in biologische voedingsingrediënten.

Ondanks de groeiende vraag naar *soft commodities* zijn de prijzen van de meeste belangrijke productsoorten, zoals peper, de afgelopen jaren fors gedaald. Dit komt met name door de goede oogsten en betere productiemiddelen van de boeren. Dit is een van de belangrijkste oorzaken waarom de nettowinst van Acom de afgelopen jaren stabiel is gebleven rond de € 30 mln. Ook in 2020 realiseerde Acom een nagenoeg onveranderde omzet van € 707 mln (+1%) en een licht lagere nettowinst voor bijzondere eenmalige lasten van € 31,2 mln (2019: € 32,1 mln).

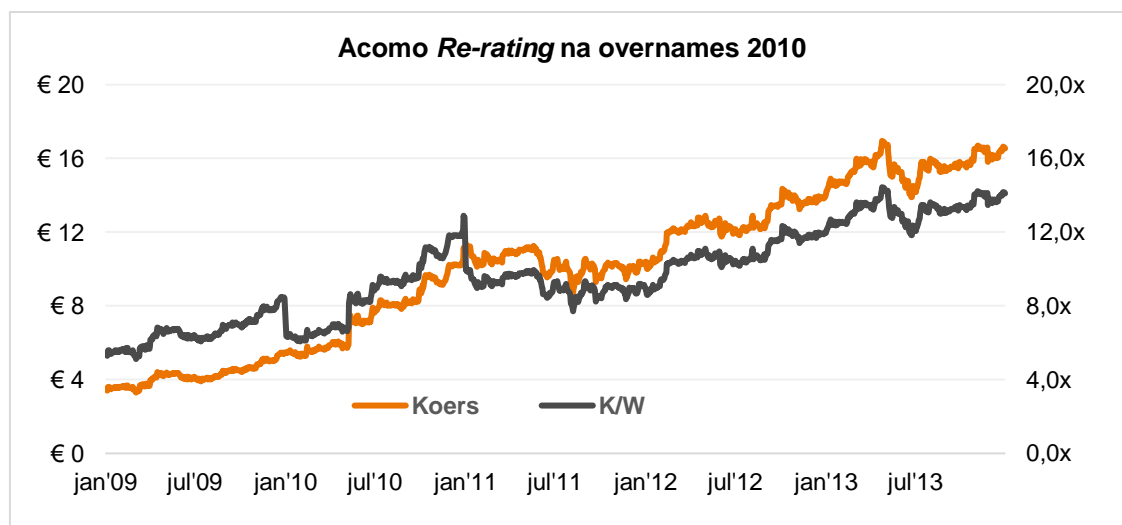
Ondanks de hoge volatiliteit in de verschillende productgroepen en eindmarkten, hoge transportkosten door de coronacrisis (tekort aan containers en fors hogere prijzen) en een waardedaling van de US dollar zette Acom daarmee een knappe prestatie neer.

Daarnaast is 2020 een belangrijk kantelpunt voor de onderneming door de grote overname in november van Tradin Organic. Tradin is wereldwijd actief (meer dan 100 landen) in de snelgroeiende markt voor biologische voedingsingrediënten, zoals gedroogde producten, fruit, cacao, oliën en hoogwaardige sappen. Veel productgroepen sluiten goed aan bij die van Acom en zorgen tegelijkertijd ook voor diversificatie en voldoende schaalgrootte van Acom's belangrijkste geografische gebieden en eindmarkten.

De overname voegt ruim € 450 mln toe aan de groepsomzet, waardoor de € 1 miljard omzetgrens ruimschoots wordt doorbroken. Daarnaast koopt Acom ruim € 30 mln EBITDA bij en zal de genormaliseerde winst per aandeel (na verwatering) met meer dan 30% toenemen. Acom financiert de overnamesom van € 330 mln grotendeels met schuld en een aandelenemissie (20%) van ruim € 96 mln.

Door deze overname gaat Acom een nieuwe groeifase in, die gelijkenis vertoont met de omgekeerde overname van de thee- en zadenactiviteiten van Deli Maatschappij in 2010.

Wij zijn ervan overtuigd dat deze overname het ruim 200-jarige Acom opnieuw bij beleggers op de kaart zet en de zichtbaarheid vergroot. De onderneming krijgt nu een hoger (biologisch) groeiprofiel en grotere marktkapitalisatie waardoor niet alleen waarde- en dividendbeleggers het aandeel interessant vinden maar ook ESG- en groeibeleggers.



De overname van Tradin draagt niet alleen financieel bij maar versterkt ook het ESG-profiel van de onderneming. Tradin stimuleert bijvoorbeeld actief een biologische *supply-chain*. De oogsten en bewerking van de voedingsingrediënten bevindt zich vaak in lage lonen landen. Boeren in die landen kunnen hun inkomsten flink verhogen door over te stappen naar biologische productie wat vaak een hogere vraagprijs oplevert. Bij de boeren ontbreekt het in de regel aan kennis en financiële slagkracht om de overstap te maken. Tradin, in samenwerking met NGOs, helpt hierbij door middel van trainingen en werkkapitaalfinanciering. Het voordeel voor Tradin is dat het hierbij haar *sourcing netwerk* verder kan uitbreiden. Over de afgelopen jaren heeft de onderneming dan ook een uniek *sourcing netwerk* opgebouwd over de gehele wereld.



Twee sourcing projecten van Tradin Organic: Links een cacao sourcing project in Peru en rechts een vanille sourcing project in Kenia.

NAV:  
€ 80,18

AuM:  
€ 130.865.994

MTD:  
1,02%

YTD:  
21,36%



**Maandbericht**

Het schandaal rondom verontreinigd sesamzaad uit India (waar Acomo niet bij betrokken is) laat zien hoe belangrijk de rol van Acomo is in de voedselwaardeketen. Een van de speerpunten van Acomo is voedselveiligheid, door extensief te testen, de herleidbaarheid van de producten te kunnen laten zien en over alle benodigde certificaten te beschikken. Hiermee wordt het risico van het terugroepen van producten verminderd. Tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van 22 april jl. meldde Managing Director Allard Goldschmeding dat Acomo Q1 2021 met hogere resultaten heeft afgesloten in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder. Dit ondanks de nadelige impact van hogere vrachttarieven en de kortstondige problemen in het Suezkanaal. Zowel de performance als de integratie van Tradin Organic verloopt volgens plan. Echter, door de verwerking van de bij de overname betaalde goodwill moet er volgens IFRS-regels in het eerste jaar na de overname eenmalig een hoger bedrag aan geamortiseerde verwervingskosten worden afgeschreven. De boekhoudkundige impact daarvan zal circa € 0,23 per aandeel bedragen. De pro forma winst per aandeel (exclusief amortisatie) bedraagt na de overname van Tradin € 1,77, ofwel een winststijging van ruim 30%. Gezien de goede start in de eerste vier maanden moet Acomo in staat zijn dit jaar circa € 1,80 per aandeel te verdienen (exclusief amortisatie). Tegen de huidige beurskoers van € 21,40 noteert het aandeel alsdan slechts 11,9 keer de verwachte winst. Net als in 2010 zou de overname van Tradin Organic een enorme impuls kunnen geven aan de beurswaardering. Kijkend naar waarderingen van sectorgenoten en historische koers/winstverhoudingen zou de beurskoers van Acomo rond de € 35 moeten noteren, ofwel € 1 miljard beurswaarde. Vanaf de huidige beurswaarde van € 635 mln betekent dat een stijgingspotentieel van bijna 60%. Een forse *re-rating* van het aandeel ligt dus in het verschiet. Daarnaast keert Acomo in 2022 naar verwachting weer dividend uit, waardoor het naast een groei- ook weer een aantrekkelijk rendementsaandeel wordt.

Grotaandeelhouders hebben de intentie om Hunter Douglas en Neways van de beurs te halen

Op 12 december 2020 maakte Bergson Holdings B.V., volledig in handen van grotaandeelhouder Ralph Sonnenberg, haar voornemen bekend om een bieding te doen op alle uitstaande gewone aandelen Hunter Douglas van € 64 per aandeel in contanten inclusief het dividend over boekjaar 2020.

In reactie hierop hebben wij per [brief d.d. 18 december](#) laten weten de bieding veel te laag te vinden. Op 6 april jl. hebben wij kennis genomen van de *position statement* en het *offer memorandum* van Bergson Beheer B.V.

Na onze brief en voor het formele biedingsbericht van 6 april heeft Hunter Douglas op 11 maart jl. haar jaarcijfers gepubliceerd. 2020 bracht net als 2019 een recordwinst. Het bruto bedrijfsresultaat (EBITDA) steeg naar maar liefst \$ 531 mln op een licht lagere omzet van ruim \$ 3,5 miljard. Kostenbesparingen en een betere efficiency zorgden voor recordmarges. Nagenoeg alle regio's, behalve Australië, kenden in 2020 een volumekrimp als gevolg van de eerste coronagolf en de *lockdowns*. Maar door het vele thuiswerken realiseerde Hunter Douglas een sterk herstel in Q3 en met name Q4 was ijzersterk met een volumegroei van 8% in de grootste afzetmarkt, de VS, en 7% volumegroei in Europa. De omzet en winst van de online-activiteiten groeiden in 2020 aanzienlijk door de coronapandemie en beginnen nu een behoorlijke omvang te krijgen. De vooruitzichten zijn zelfs zo goed dat Hunter Douglas in het eerste kwartaal van 2021 de resterende 35% van Blinds2go heeft overgenomen.

Niet alleen de online-activiteiten floreerden in het eerste kwartaal van 2021, waarvan de cijfers op 6 mei jl. bekend werden gemaakt, maar ook alle overige *businesses* braken alle records uit de bedrijfsgeschiedenis. Traditioneel is het eerste kwartaal van Hunter Douglas het minst sterk maar door de coronapandemie en kostenbesparingen werd er een recordomzet en recordwinst geboekt. De omzet steeg met een ongekend hoog percentage van 26,9%, waarvan 22,5% volumegroei en 3,4% positieve valuta-impact, naar ruim \$ 1 miljard. Het bruto bedrijfsresultaat steeg met maar liefst 107% naar \$ 182,5 mln ten opzichte van Q1 2020 en bereikte daarmee een record EBITDA-marge van 17,3%.

De nettowinst groeide met 181% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar nog veel harder naar \$ 108,6 mln. Daarmee realiseerde de onderneming voor het eerst een nettowinstmarge van ruim 10%. De winst per aandeel verdrievoudigde bijna naar \$ 3,12 (Q1 2020: \$ 1,11). Hiermee heeft de onderneming een stevige basis gelegd voor wederom een uitzinnig recordjaar. De optimistische uitspraken van het management en de goede vooruitzichten voor de huizenmarkt en het consumentenvertrouwen sterken ons in deze verwachting.

Op basis van de recordcijfers in 2020 en naar verwachting in 2021 is de geboden prijs van € 64 per aandeel in contanten ver onder de maat. Kijkend naar verschillende waarderingsmaatstaven en de 10-jaar historische waardering van Hunter Douglas zelf en die van beursgenoteerde sectorgenoten is de discount ten opzichte van de *fair value* ongekend hoog.

**De fair value is ruim € 115 per aandeel op basis van de historische 10-jaars waardering en zelfs € 237 per aandeel op basis van de peer group valuation. De waarheid zal ergens in het midden liggen, oftewel ruim € 175 per aandeel.**

Deze *fair value* ligt aanzienlijk hoger dan de € 118,50 per aandeel die wij op basis van de jaarcijfers 2019 en de halfjaarcijfers 2020 hadden berekend en kenbaar hadden gemaakt in onze brief van 18 december 2020. Sinds de brief heeft Hunter Douglas ons keer op keer positief verrast met recordcijfers in Q4 2020, recordresultaten 2020 en *blow-out* recordcijfers in Q1 2021. Daarnaast is de Amsterdam SmallCap Index (AScX), waarin Hunter Douglas is opgenomen, sinds de voorgenomen bieding op 12 december 2020 met ruim 27% gestegen. Ook de beurswaarderingen in het algemeen en die van sectorgenoten Nien Made en Somfy zijn significant toegenomen.

Tevens zullen de enorme stimuleringsmaatregelen in Amerika, de belangrijkste en meest winstgevende afzetmarkt (>50% van groepsomzet), van in totaal meer dan \$ 6.000 miljard (30% van BBP!) de omzet en winst van Hunter Douglas een extra *boost* geven. Daarbij speelt ook nog dat de belangrijkste private Amerikaanse concurrent, de nummer 2 na Hunter Douglas, Springs Window Fashion met circa \$ 1 miljard omzet volgens Bloomberg in de etalage staat. De genoemde waardering zou omgerekend een veelvoud van de huidige biedprijs van € 64 per aandeel opleveren.

Wij zullen dan ook niet onze aandelen aanmelden voor de aanmeldingstermijn van 1 juni aanstaande. Aan de beurskoers van ruim € 68 te zien, denken andere aandeelhouders er net zo over. Binnenkort zullen wij nadere stappen bekendmaken en sluiten daarbij niets uit. Wij zullen alles in het werk stellen om onze aandeelhouders te beschermen, waarbij wij zorgvuldig de risico's en kansen zullen afwegen.

Onderneming	K/w 2020	K/w 2021	P/b 2020	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021
Somfy (Frankrijk)	23,8x	25,8x	4,4x	13,3x	16,3x
Nien Made (Taiwan)	24,5x	19,6x	6,7x	11,7x	12,4x
Peer group average	24,1x	22,7x	5,5x	12,5x	14,4x
Hunter Douglas	8,7x	6,1x	1,5x	5,0x	3,9x
Discount	<b>64%</b>	<b>73%</b>	<b>73%</b>	<b>60%</b>	<b>73%</b>
Implied value HD	<b>€ 178</b>	<b>€ 237</b>	<b>€ 237</b>	<b>€ 160</b>	<b>€ 237</b>

Bron: Bloomberg, Refinitiv (Reuters) en AVF, waardering Hunter Douglas is gebaseerd op de bieding van € 64,00

NAV:  
€ 80,18

AuM:  
€ 130.865.994

MTD:  
1,02%

YTD:  
21,36%



Maandbericht

Neways Electronics International, een van de grotere Europese bedrijven in de EMS (Electronic Manufacturing Services)-markt, is begin 2021 goed uit de startblokken gekomen. De omzet groeide met 4,2% ten opzichte van Q4 2020, maar lag nog wel 6,2% lager dan die van Q1 2020, het laatste kwartaal dat nog niet of nauwelijks werd beïnvloed door de covid-pandemie. In Q1 2021 lieten alle marktsectoren verdere groei of herstel zien. De omzetontwikkeling wordt daarbij wel geremd door de aan het begin van dit jaar ontstane wereldwijde schaarste aan componenten voor de automobielsector.

Het orderboek kwam uit op € 273,7 miljoen, een stijging van 21,6% ten opzichte van ultimo 2020 (€ 225,0 miljoen) en een lichte daling van 3,2% ten opzichte van eind maart 2020 (€ 282,7 miljoen).

De orderintake steeg met een forse 42% ten opzichte van Q1 2020 naar € 168,4 mln. De toename was in alle marktsectoren terug te zien. De orderintake werd extra gestuurd doordat klanten anticiperen op de recent ontstane tekorten aan componenten voor de automotive sector. Orders worden door klanten als gevolg daarvan eerder geplaatst waarmee het orderboek is verlengd.

De ingezette reorganisatie met de afbouw van de productiebezetting in Duitsland en de integratie van twee Nederlandse onderdelen verloopt volgens plan en nadert afronding. De kostenbesparingen als gevolg van de reorganisatie bedragen circa € 8 miljoen op jaarbasis en zullen vanaf de tweede helft 2021 en met name in 2022 volledig zichtbaar in de resultaten zijn. De totale reorganisatielasten van € 10 mln waren al in het boekjaar 2020 genomen.

In Duitsland is parallel aan de reorganisatie in het eerste kwartaal een verbeterprogramma gestart. Daarmee wordt de lokale organisatie optimaal afgestemd op de veranderde marktvraag en beter aangesloten op de positionering van Neways als System Innovator. Dit programma zal in de komende kwartalen doorlopen. Met de hoogste *book-to-bill ratio* van 1,41 in de afgelopen jaren en een goed gevuld orderboek verwachten wij voor 2021 een sterk herstel ten opzichte van de zwakke resultaten in coronajaar 2020.

CEO Eric Stodel verwacht in 2022 volledig te zijn hersteld van de impact van covid-19 en het gerelateerde tekort aan componenten. Neways is uitstekend gepositioneerd in strategische groeisectoren met een toenemende vraag naar steeds complexere systemen en technologische innovaties. Door te groeien in haar rol als System Innovator kan Neways uitstekend anticiperen op deze trend. Stodel is ervan overtuigd dat Neways in de komende jaren haar winstgevendheid hiermee structureel naar een hoger niveau kan tillen.

Naar onze verwachting zou Neways in 2022 haar recordwinst uit 2018, een EBITDA van € 31 mln en een winst per aandeel van € 1,26, weer ruimschoots moeten kunnen overtreffen.

In ons [jaarverslag 2020 van 6 april jl.](#) gaven we al aan dat Neways weer moet kunnen groeien naar een winstgevende omzet van € 500 mln (2020: € 479 mln) met EBIT-marges tussen de 4% en 5%. De winst per aandeel zou dan in 2022 uit moeten komen tussen de € 1,25 en € 1,50 per aandeel. Op basis van deze conservatieve aannames en *peer group valuation* zou een *re-rating* en koersverdubbeling van het aandeel de komende twee jaar in het verschiet liggen.

Dit is een zeer realistisch scenario, omdat Neways op de AvA van 19 april jl. heeft aangegeven de komende jaren tussen de 4% en 8% autonoom te willen groeien met EBIT-marges tussen de 5% en 7%.

Deze doelstellingen komen niet uit de lucht vallen, Neways heeft namelijk samen met een consultant de afgelopen maanden uitgebreid en diepgaand onderzoek gedaan naar de EMS-markt en haar concurrenten.

In de onderstaande twee *slides* uit de presentatie van de AvA is duidelijk zichtbaar dat Neways de afgelopen jaren veel sneller autonoom is gegroeid dan haar concurrenten. Dit komt omdat Neways een hogere blootstelling, 34% van groepsomzet en grootste *business unit*, heeft naar de halfgeleiderindustrie dan haar concurrenten.

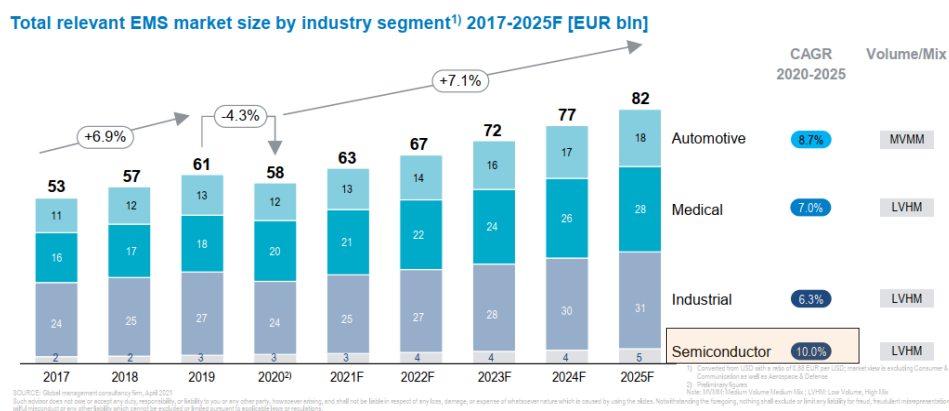
De vooruitzichten voor de semiconductor industrie zijn ook de komende jaren rooskleurig zoals het onderstaande plaatje aangeeft en wij in ons [maandbericht januari](#) hebben aangegeven.

Met ASML als grootste klant binnen *semicon* en van de totale groep zou Neways de komende jaren in staat moeten zijn om harder te groeien dan 10%. ASML heeft namelijk dit jaar al aangegeven met minimaal 30% te groeien en volgend jaar zijn de vooruitzichten met 55 EUV-machines leveringen nog weer beter. Daarnaast is de *semicon business* winstgevendder dan de overige *business units*.

STRATEGIC OUTLOOK – Target markets



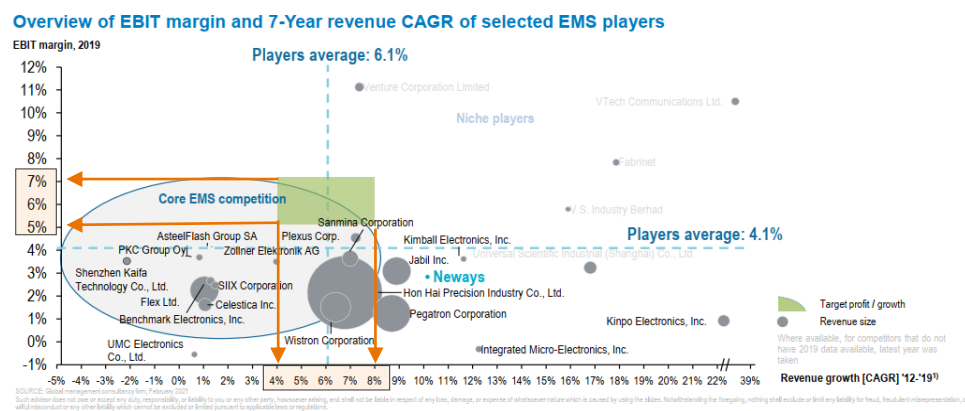
Global EMS market in our target market segments is expected to grow at 7.1% CAGR till 2025



STRATEGIC OUTLOOK – Competitive field



Ambition to outperform core EMS competition, focusing on sustainable profit and growth



NAV:  
€ 80,18

AuM:  
€ 130.865.994

MTD:  
1,02%

YTD:  
21,36%



**Maandbericht**

Het is dan ook niet zo verwonderlijk dat na de sterke *trading update* van 16 april jl. en de goede vooruitzichten grootaandeelhouder en klant VDL op 30 april aan Neways bekendmaakte een niet-bindend en voorwaardelijk indicatief voorstel te willen doen tot verwerving van alle uitstaande aandelen in het kapitaal van Neways. De indicatieve biedprijs is € 12,50 cum dividend in contanten per aandeel. De andere grootaandeelhouder van Neways, ZBG Capital, heeft al toegezegd akkoord te zijn met het bod. ZBG Capital heeft ruim 28% van de aandelen Neways in handen en VDL Groep 27,6%.

Het Bestuur en de Raad van Commissarissen zullen dit voorstel naar eigen zeggen zorgvuldig analyseren en beoordelen. Zij zeggen daarbij rekening te zullen houden met de belangen van alle stakeholders, waaronder de andere aandeelhouders. Teneinde het indicatief voorstel beter te kunnen beoordelen gaat Neways met VDL in gesprek. Op dit moment is het onzeker of het zal komen tot een (voorwaardelijke) overeenkomst met betrekking tot een openbaar bod op alle uitstaande aandelen en, in dat geval, tegen welke biedprijs en onder welke voorwaarden.

Wij beoordelen de geïndiceerde bieding van VDL Groep als buitengewoon schraal zoals onderstaande *peer group valuation* aangeeft. Er wordt met een premie van slechts 15% boven de beurskoers vóór bekendmaking van de bieding (€ 10,80), nauwelijks een meerwaarde aan het toekomstig groeipotentieel van Neways toegekend.

Dit is vanuit het standpunt van de strategische koper nochtans begrijpelijk: het is in het belang van VDL Groep zoveel mogelijk waarde binnenshuis te houden. Wij beoordelen de niet-bindende en voorwaardelijke indicatieve bieding dan ook als uiterst opportunistisch en veel te laag.

Onderneming	K/w 2020	K/w 2021	P/b 2020	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021	P/S 2020	P/S 2021
Plexus Corp	24,0x	17,2x	2,8x	12,4x	10,0x	0,77x	0,76x
Benchmark Elec.	36,2x	25,0x	1,1x	10,1x	9,1x	0,54x	0,51x
Sanmina Corp	17,2x	10,3x	1,7x	6,4x	5,4x	0,37x	0,38x
Flex Ltd	12,2x	10,4x	2,6x	7,1x	7,1x	0,35x	0,34x
IMI Inc	na	22,2x	1,0x	10,3x	10,3x	0,37x	0,43x
Peer group average	22,4x	17,0x	1,8x	9,2x	8,4x	0,48x	0,48x
Neways	43,1x	12,5x	1,5x	8,3	5,8x	0,32x	0,29x
Discount	-92%	27%	18%	11%	30%	34%	41%
Implied value Neways	€ 6,50	€ 17,01	€ 15,23	€ 14,00	€ 17,93	€ 18,83	€ 21,04

Bron: Bloomberg, Refinitiv (Reuters) en AVF, waardering Neways is gebaseerd op de indicatieve bieding van € 12,50

**Vooruitzichten**

Begin mei houdt de aandelenmarkt de koerswinsten van de eerste vier maanden goed vast. De meeste van onze participaties hebben dan ook betere Q1 cijfers gerapporteerd dan verwacht. Enkele hebben daarbij al aangegeven dat de eerste jaarheft en zelfs 2021 beter wordt dan 2020. Meerdere participaties kopen dan ook eigen aandelen in.

Voor de middellange termijn blijven wij uiterst positief gestemd over het winst- en groeipotentieel van onze participaties, zowel organisch alsmede via winstgevende acquisities.

Op basis van *base-case* winst- en dividendtaxaties noteert onze portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2021 van 15,8 en een gewogen dividendrendement 2021 van 3,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



**HILCO WIERSMA (1977)**

• Fund Manager & Managing Partner sinds 2007



**WILLEM BURGERS (1957)**

• Fund Manager & Partner sinds 2007



**BASTIAAN ROGMANS CFA (1984)**

• Analyst sinds 2018

Amsterdam, 10 mei 2021