

NAV:
€ 79,65

AuM:
€ 135.326.808

MTD:
-7,22%

YTD:
-21,89%



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in augustus een negatief beeld zien. De AEX-Index daalde met 6,2% naar 680,3, de Amsterdam Midcap Index daalde met 2,6% naar 926,0 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 1,6% lager op 1.279,1.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in augustus met 7,2% van € 85,85 naar € 79,65. Over de eerste acht maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -21,9% gerealiseerd.

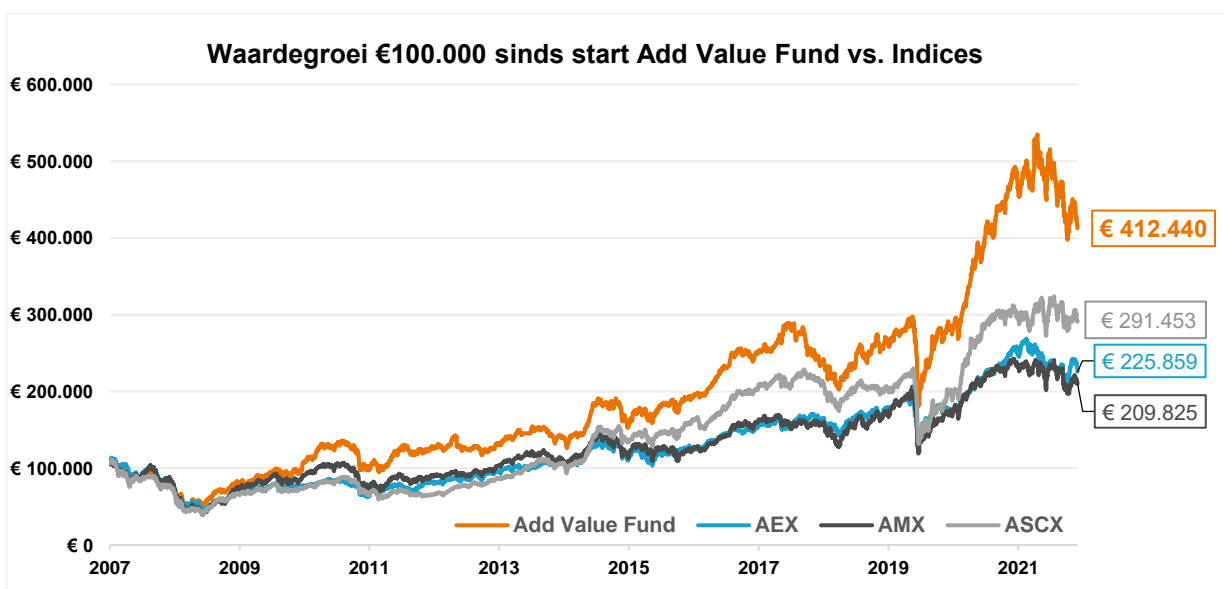
Het fondsvermogen per 31 augustus 2022 bedroeg € 135,3 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 128,0 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind augustus een creditsaldo en overige overlopende posten van 5,4% van het fondsvermogen.

- 1) In augustus realiseerden 2 van de 12 participaties (= 17%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 1 van de 12 participaties (= 8%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Kendrion** het best in portefeuille. De onderneming rapporteerde over het tweede kwartaal solide resultaten waarbij vooral de winstontwikkeling binnen de industriële divisie zeer positief was. Dit gaf voor ons aanleiding om in dit maandbericht dieper in te gaan op de verborgen waarde van Kendrion;
- 3) De zwakst presterende participatie in augustus was **Sif Holding**. Robuuste kwartaalresultaten werden overschaduwed door wederom het uitstellen van de investeringsplannen voor het bouwen van een nieuwe fabriek.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	18,0%	1. Kendrion	1,2%	1. Sif Holding	-17,2%
2. BE Semiconductor Ind.	10,9%	2. Hunter Douglas	0,0%	2. Ebusco	-13,8%
3. Hunter Douglas	9,7%	3. Nedap	-1,9%	3. TKH Group	-13,3%



Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie	
Startdatum	1 februari 2007
Fondsvermogen	€ 135,3 mln
Beurskoers	€ 79,41
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 79,65
Aantal uitstaande aandelen	1.697.857
Beursnotering	Euronext Amsterdam
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag
Valuta	EUR
ISIN Code	NL0009388743

Dividend

Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	26 april 2022
Dividendbeleid en -historie	Zie website

	AVF	AEX	AMX	ASCX
cum.	312,4%	125,9%	109,8%	191,5%
2022	-21,9%	-12,9%	-11,5%	-5,2%
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	Neutral

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	-14,6%	16,8%	11,3%	12,8%	9,5%
AMX-index	-13,1%	7,6%	6,4%	9,2%	4,9%

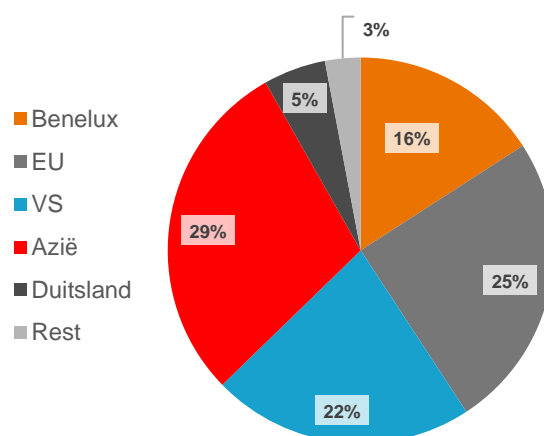
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 31-08-2022. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0	3,9
% Positieve maanden	62,9%	62,4%
% Positieve jaren	75,0%	68,8%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	68,8%	
Active share vs. AMX	79,6%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,3%	17,6%
Top-3 holdings % van totaal	35,7%	26,3%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	9,1%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,6%	
Beta (5 jaar)	0,95	
Beta (sinds begin)	0,86	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,86	0,54
Sharpe ratio (sinds begin)	0,63	0,50

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²¹	15,1	na
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	13,7	12,0
Dividendrendement ²⁰²¹	3,6%	3,1%
Dividendrendement ²⁰²²	3,9%	4,0%

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	29,3%	41,8%
> € 2 miljard	21,6%	42,1%
> € 1 miljard	12,9%	11,5%
> € 500 miljoen	17,3%	4,6%
< € 500 miljoen	19,0%	0,0%

Omzetverdeling portefeuille




Portefeuille naar eindmarkt



Duurzaamheid

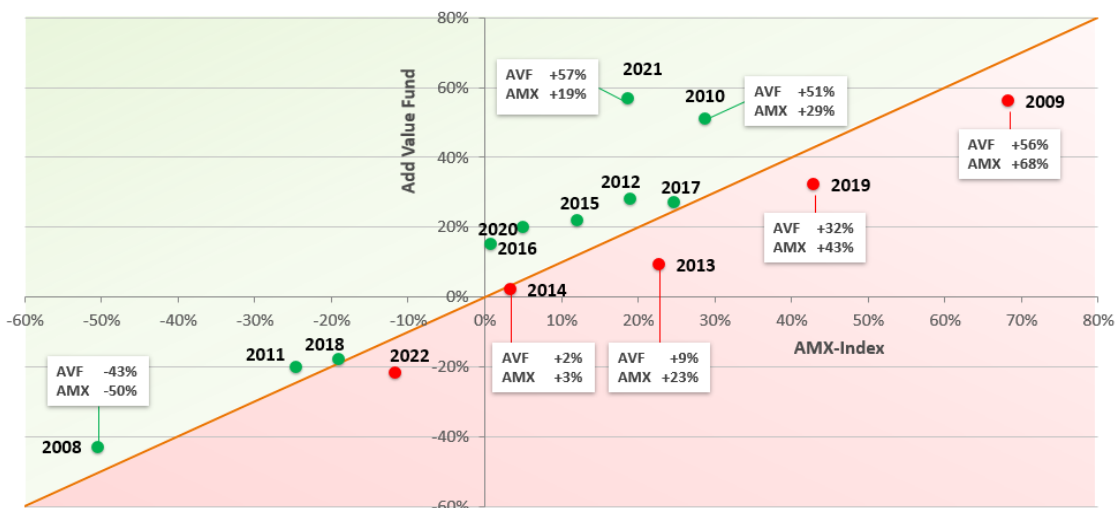
Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcap aandelen. Add Value Fund Management heeft als beleggingsinstelling de morele plicht om maatschappelijk verantwoord te opereren. Vanuit onze 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.

Duurzaamheid Rating

Morningstar Duurzaamheid Rangschikking 
 Morningstar Duurzaamheid Rangschikking % Top-2%



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



Kendrion - wereldmarktleider in elektromagneten en mechatronische systemen

In dit maandbericht gaan wij dieper in op de verborgen waarde van Kendrion. Deze unieke en innovatieve onderneming maakt en verkoopt elektromagnetische en mechatronische systemen en componenten die een brede toepassing genieten in de industriële- en automobielsector. De huidige lage beurswaardering van Kendrion correspondeert naar onze mening niet met de positieve middellange termijn groei- en winstvooruitzichten van de onderneming. Sterker nog, de onderneming noteert nu zelfs onder de boekwaarde en onze som-der-delen analyse laat zien dat de onderneming twee keer zoveel waard is als de huidige beurswaarde. Dit maakt de beursgenoteerde onderneming erg kwetsbaar voor een (vijandige) overname, waar wij als betrokken, actieve en lange termijn aandeelhouder niet bij gebaat zijn. Daarom hebben wij recent ons belang verhoogd naar ruim 3% van het uitstaande aandelenkapitaal en schromen niet om dat op te trekken richting 5% of meer.

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 automobielf divisie namelijk circa twee derde van de groepsomzet uit. De resultaten van Kendrion waren dus sterk afhankelijk van de (Duitse) automobielsector. De forse daling van het aantal wereldwijd geproduceerde auto's vanaf de piek in 2017 heeft dan ook een negatief effect gehad op de omzetontwikkeling van Kendrion. Wanneer we normaliseren voor de in het verleden gedane overnames, dan blijkt zelfs, dat de onderneming sinds 2012 (het jaar voor de acquisitie van Kuhnke) geen autonome omzetgroei heeft gerealiseerd.

Echter, als wij dieper inzoomen op de bedrijfsprestaties van de onderneming dan blijkt dat de kwaliteit van de groei- en winstgevendheid van de onderneming sinds 2012 aanzienlijk is verbeterd. De industriële divisie van Kendrion heeft namelijk in de tussentijd een sterke omzet- en winstgroei laten zien, zowel autonoom als via overnames. Dit kwam enerzijds door de sterke marktpositie en marktvraag en anderzijds door de strategisch belangrijke overname eind 2019 van het Duitse INTORQ, de wereldmarktleider in 'spring-applied brakes'. Sindsdien is de groepsomzet gelijk verdeeld tussen de automobielf- en industriële divisie. Maar nog belangrijker is dat de industriële divisie een hoger groeiprofiel kent en veel hogere winstmarges behaalt dan de automobielfdivisie waardoor deze divisie nu voor circa 80% van het bruto bedrijfsresultaat verantwoordelijk is. Daarnaast staat de automobielfdivisie op het kantelpunt om de jarenlange omzetsdaling om te buigen naar een langjarige en duurzame omzetgroei als gevolg van de exponentiële groei van elektrische auto's. Tevens heeft Kendrion door de overname van INTORQ nu een veel betere en grotere marktpositie in China bemachtigd (> 10% van de groepsomzet) waar de omzetgroei hoger ligt dan het groeps-gemiddelde. Ook de kostenbasis is sinds de komst van CEO Joep van Beurden in 2016 met tientallen miljoenen verlaagd. De onderneming staat er dus anno 2022 in alle opzichten beter voor dan ooit tevoren.

“Kendrion als geheel wordt gewaardeerd als een pure automobielftoeleverancier, terwijl 80% van het bruto bedrijfsresultaat afkomstig is van de zeer winstgevende en snelgroeiende industriële divisie”

Ondanks de positieve transformatie naar een gediversifieerdere en winstgevendere onderneming is dit echter nog niet terug te zien in de huidige lage beurswaardering. Onze analyse laat zien dat Kendrion op de beurs nog wordt gewaardeerd alsof het een pure automobielftoeleverancier is, terwijl de automobielfdivisie nog maar 20% van het totale brutobedrijfsresultaat uitmaakt. De industriële activiteiten, goed voor 80% van het brutobedrijfsresultaat, zijn daarentegen volgens onze *peer group* analyse meer waard dan de huidige beurswaarde. Oftewel, de som-der-delen is nog meer waard!

Kendrion's industriële divisie profiteert van megagroei-trends

De industriële divisie van Kendrion valt onder te verdelen in industriële remmen en industriële aandrijfsystemen. Binnen de remmen tak ontwerpt en produceert de onderneming elektromagnetische remmen voor elektromotoren. Deze worden bijvoorbeeld toegepast in onder andere windturbines, robots en in automatisch bestuurd voertuigen voor de logistieke markt. Dit segment profiteert van megagroei-trends zoals robotisering, elektrificatie en de industrie 4.0. De remmen van Kendrion maken het mogelijk dat bijvoorbeeld een robotarm zichzelf kan positioneren en goederen vast kan houden.

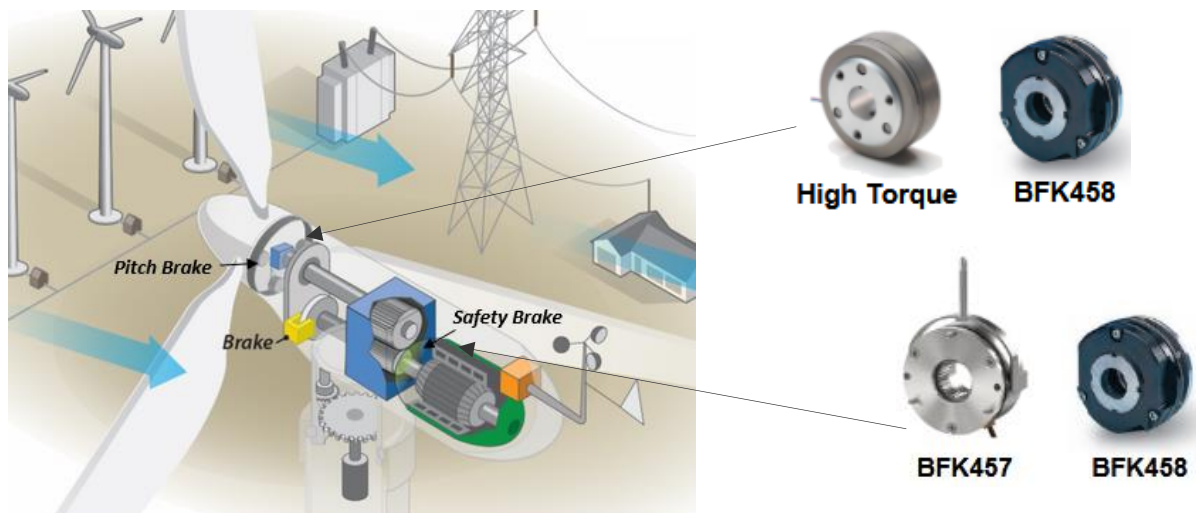
Een robotarm met remmen van Kendrion



Bron: Kendrion

Naast de markt voor robots vormt ook de windturbine markt voor Kendrion een aantrekkelijke groei markt. Volgens het 'Sustainable Development' scenario van het International Energy Agency (IEA) wordt er tot en met 2030 voor 1.600 GW aan windenergie bijgebouwd. Dit betekent een verdrievoudiging van het huidige geïnstalleerde vermogen en komt neer op om en nabij de 200.000 extra windmolens. Een aantrekkelijk groeiperspectief voor Kendrion!

Een windmolen behelst namelijk verschillende soorten remmen die cruciaal zijn voor de efficiënte werking van de molen. Zo zijn er remmen nodig om de wieken van de molen zoveel mogelijk in de wind te houden, en zijn er ook noodremmen nodig die de wieken doen stoppen bij noodsituaties zoals bijvoorbeeld een storm. Kendrion heeft een aantal innovatieve remmen op de markt gebracht die hiervoor een uitstekende oplossing bieden.



Bron: Kendrion en AVF

Dit onderdeel, wat nu nog minder dan 5% van de groepsomzet bijdraagt, zal één van de belangrijke groeidrijvers zijn in de komende jaren. De overname van INTORQ heeft de positie van Kendrion op dit gebied enorm versterkt. Door INTORQ kreeg Kendrion namelijk onder andere een grotere *exposure* naar windenergie. Hiermee speelt Kendrion een belangrijke rol in de energietransitie.

De industriële aandrijf- en controlesystemen vormen het tweede onderdeel binnen de industriële divisie. Voorbeelden van Kendrion's toepassingen zijn inductieve verwarmingssystemen voor industriële processen, solenoïdes voor hoogspanningsschakelaars en industriële sloten. De prioriteit ligt bij dit onderdeel op het realiseren van winstgevendheid en kasstroom, en niet zozeer op het realiseren van hoge groei. Desondanks heeft de versnelde elektrificatie van de industrie het afgelopen jaar een positieve invloed gehad op de omzetgroei binnen dit segment en wij verwachten dan ook een mooie groei in de toekomst.



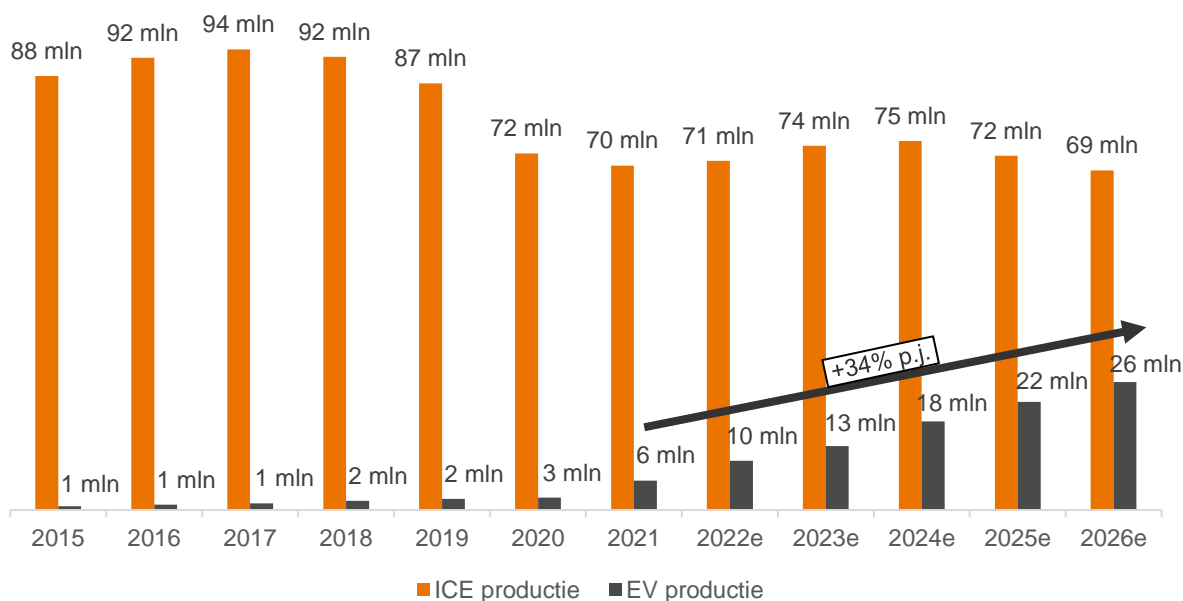
Bron: Kendrion

Problemen in de toeleveringsketen overschaduwen positieve vooruitzichten automobielsector

In het automobielsegment produceert Kendrion aandrijfsystemen, remmen en koppelingen. Ook focust het zich op innovatieve systemen zoals componenten die de actieve vering van een voertuig regelen, akoestische waarschuwingssystemen voor voertuigen, en oplossingen voor de reiniging van sensoren. Deze systemen profiteren sterk van de transitie naar **ACES: Autonomous, Connected, Electric en Shared**. Een zelfrijdende auto kan namelijk niet functioneren zonder schone en werkende sensoren, en een elektrisch voertuig wordt een stuk veiliger wanneer deze door een akoestische functie kan worden opgemerkt door voetgangers en andere weggebruikers. Door in de juiste productproposities te investeren heeft CEO Joep van Beurden Kendrion al in een vroeg stadium gepositioneerd om te profiteren van de marktdisruptie die deze megagroetrends teweeg brengen.

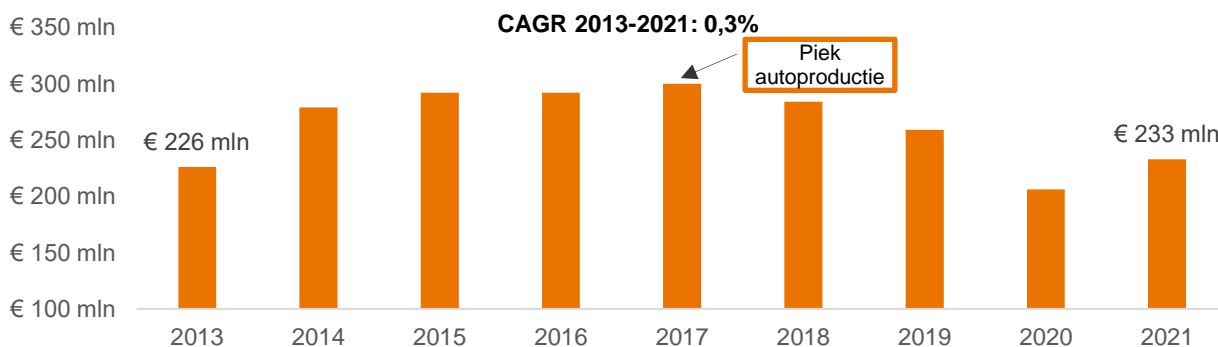
Ondanks de juiste strategische keuzes blijft Kendrion afhankelijk van de wereldwijde autoproductie. Deze is vanaf de piek in 2017 met ruim 19% gedaald. De automobielsector van Kendrion is in dezelfde periode met 22% afgenomen. Het dieselschandaal en meer recentelijk het tekort aan microchips waren hiervan de belangrijkste oorzaken. De productie van elektrische aangedreven personenauto's (EV) nam in deze periode, toegegeven vanaf een laag niveau, echter toe met 500%. Het aandeel van dit type auto's in de totale verkoopmix neemt ieder jaar significant toe. Naar de toekomst kijkend verwacht marktonderzoeksbureau IHS een samengestelde groei van de verkoop van elektrische auto's tot 2026 van 34%. De groei in fossiele brandstofauto's (ICE) zal over deze periode naar verwachting stagneren.

Wereldwijde verkopen van personenauto's



Bron: IHS Markit mei 2022

Omzetontwikkeling automobielf divisie



Bron: Kendrion

Kendrion is met haar slimme en innovatieve systemen uitstekend gepositioneerd om te profiteren van deze elektrificatietrend. Elektrische auto's hebben namelijk meer en geavanceerdere aandrijvers nodig dan een traditionele fossiele brandstofauto. Kendrion heeft aangegeven dat de contentwaarde aan Kendrion producten in een doorsnee elektrische auto met € 215,- anderhalf keer zo hoog ligt als in een traditionele auto, en met € 253,- zelfs bijna twee keer zo hoog in een *hybride* auto. De onderneming profiteert dus niet alleen van het verwachte volumeherstel in de totale autoproductie, maar ook van de stijgende contentwaarde als gevolg van het grotere aantal elektrische auto's in de totale verkoopmix. Dit mixeffect kon vorig jaar al worden waargenomen: de automobieltomzet van Kendrion steeg met 13%, terwijl de wereldwijde autoproductie slechts met 1% steeg. Ook de tweede kwartaalomzet in 2022 lag iets hoger dan het eerste kwartaal, zodat de stijgende omzettrend werd voortgezet. Kendrion zou met haar focus op ACES in staat moeten zijn om ook in de toekomst harder te groeien dan de totale automobieltmarkt.

Contentwaarde Kendrion's producten in auto's neemt toe



Waardetrend Kendrion producten in een doorsnee voertuigplatform

Product	Toepassing	ICE	Hybrid	BEV
Kleppen	Motor	→	↘	↓
Wielophanging	Wielophanging	→	↑	↑
Aandrijving	Versnellingsbak	→	→	↓
Besturingseenheid + aandrijving	Geluid	→	→	→
Aandrijving	Zitting	→	→	→
Koppeling	Hybride aandrijvingen		↑	
Slimme kleppen	Sensor reiniging		↑	↑

Bron: Kendrion

Duitse kwaliteit met Chinese effectiviteit

Kendrion produceert in China voor de lokale markt waarvan het grootste deel bestaat uit Europese klanten die zelf de stap naar China hebben gemaakt. De onderneming heeft via de overname van INTORQ eind 2019 haar marktpositie versterkt en omzet aanzienlijk verhoogd tot ruim 10% van de groepsomzet. De mogelijkheden voor duurzame winstgevende groei zijn in China beter dan die in Europa en vooral binnen industriële remmen liggen er volop kansen. Door de energietransitie in China en het succes van Kendrion's klanten ligt de orderintake significant hoger dan de huidige omzet. Vanwege deze sterke groeivoorzichten is de onderneming eind 2021 begonnen met de bouw van een 28.000 m2 grote nieuwe productiefaciliteit in Suzhou, China.



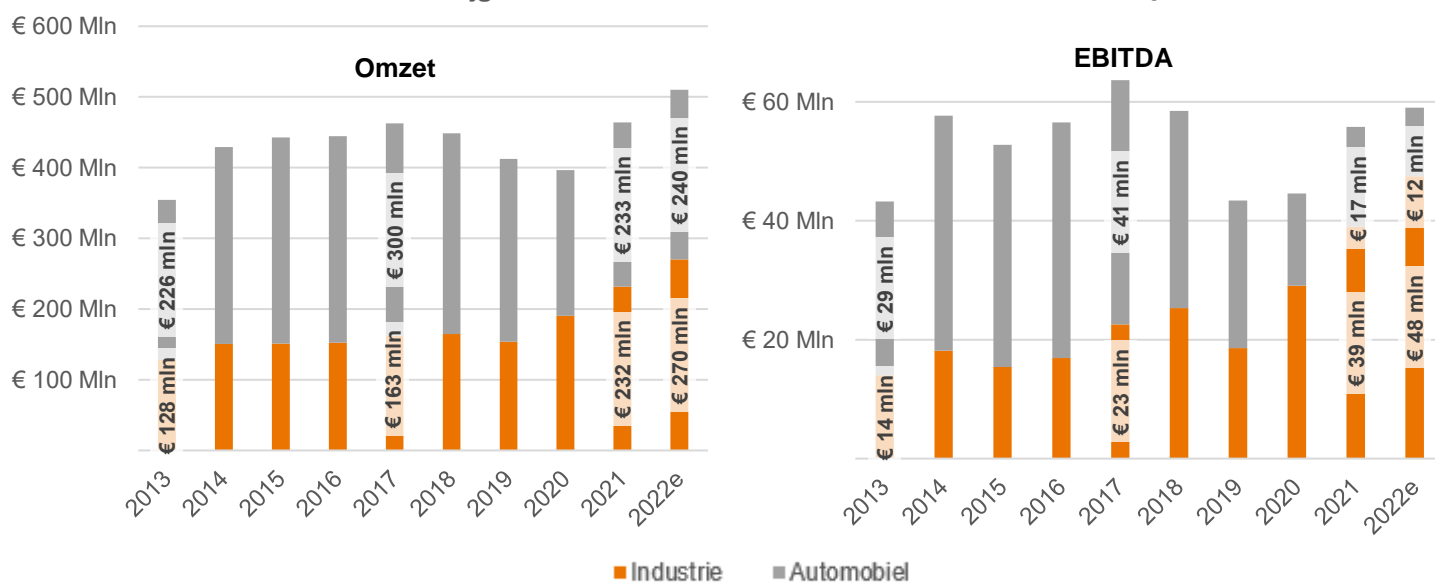
De nieuwe Chinese fabriek zorgt voor een forse toename van de productiecapaciteit waarmee Kendrion voorsorteert op een sterke langjarige omzetgroei.

Transformerende acquisities

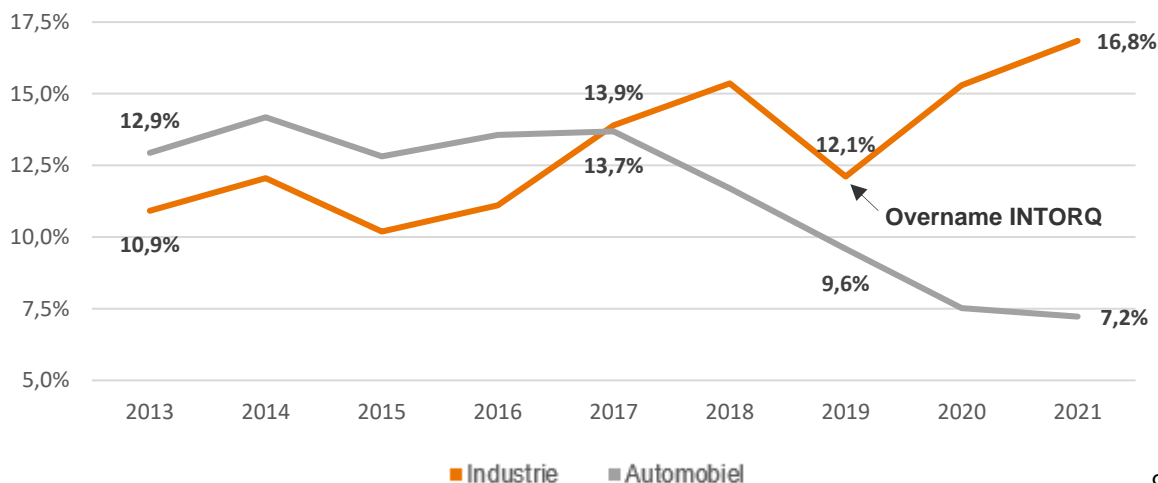
Sinds 2013 heeft Kendrion voor € 180 mln aan omzet geacquireerd voor een totaalbedrag van € 147 mln. De onderneming betaalde gemiddeld 0,82 keer de omzet, terwijl Kendrion nu slechts 0,46 keer de omzet staat. Wanneer we deze omzet optellen bij de € 285 mln aan omzet die de onderneming in 2012 realiseerde (dus voor de overnames), dan moet er worden geconcludeerd dat Kendrion in de periode tot en met 2021 geen organische omzetgroei heeft gerealiseerd. Omdat het overgrote deel van de overgenomen omzet binnen het industriële segment viel, heeft Kendrion wel haar winstgevendheid in deze periode weten te verbeteren. De EBITDA-marge steeg in deze periode van 10% naar 12%.

Mede als gevolg van de overname van Kuhnke in 2013 was Kendrion met 65% van de totale omzet traditioneel sterk afhankelijk van de (Duitse) automobielenindustrie. Vorig jaar was dit echter nog maar de helft (zie grafiek). Dit heeft enerzijds te maken met de sterke organische groei binnen het industriële segment, en anderzijds met de overname van INTORQ. Dit innovatieve Duitse bedrijf, wat gespecialiseerd is in remmen voor industrieel gebruik, werd in 2019 overgenomen voor € 78 mln en transformeerde Kendrion naar een wereldmarktleider en 'one-stop-shop' voor remmen. Naast een omzetsijging zorgde deze acquisitie ook voor een toename van de winstmarge van geheel Kendrion. De winstgevendheid van INTORQ lag met een EBITDA-marge van ruim 17% destijds namelijk flink hoger dan het gemiddelde van de groep. Deze acquisitie, inclusief de overname van softwareontwikkelaar en elektronicaspecialist 3T eind september 2021, hebben Kendrion dan ook getransformeerd naar een meer gediversifieerde en winstgevendere onderneming.

Industrie overstijgt automobielenomzet en is nu 80% van het bruto bedrijfsresultaat



EBITDA-marge per segment



Huidige beurswaardering sterk ondergewaardeerd

Om een mening te vormen over de huidige beurswaardering kijken wij naar de verwachte EBITDA ten opzichte van de ondernemingswaarde (beurswaarde + nettoschuld). Met een verwachte EBITDA van € 60 mln in 2022, een beurswaarde van € 235 mln en een netto schuld van € 145 mln ligt deze momenteel op 6,3. In 2012, dus voordat de besproken overnames plaatsvonden, lag deze *multiple* hoger op 7. Aangezien Kendrion in deze periode geen organische omzetgroei heeft gekend zou deze huidige lage waardering te verklaren zijn. Dit doet echter geen recht aan de positieve transformatie die de onderneming in de tussentijd heeft doorgemaakt. Naar onze mening hebben met name de INTORQ en 3T overnames het groei- en winstgevendheidsprofiel, en daarmee de intrinsieke waarde, van de onderneming flink verbeterd. Ook de sterke groei binnen het industriële segment en de investeringen in China hebben hieraan bijgedragen.

Wij zijn dan ook van mening dat de huidige beurswaardering van Kendrion sterk is ondergewaardeerd. Sterker nog, onze analyse laat zien dat alleen al de intrinsieke waarde van het industriële segment momenteel bijna net zo hoog is als de waarde van Kendrion in zijn geheel. Op basis van € 47,5 mln aan EBITDA in 2022 en een waardering *multiple* van acht, is de industriële divisie van Kendrion volgens onze berekening € 380 mln waard. Oftewel, dat is precies evenveel als de totale ondernemingswaarde van Kendrion, inclusief de *automotive* divisie en de totale nettoschuld van € 145 mln.

Onze analyse impliceert daarmee dat de markt Kendrion's *automotive* divisie geen of zelfs een negatieve waarde toekent. De huidige koper van een aandeel Kendrion koopt als het ware een industrieel bedrijf, en ontvangt daarbij een gratis langjarige *in-the-money* calloptie op de *automotive* divisie. Wij kunnen ons niet in deze onderwaardering vinden, des te meer wanneer rekening wordt gehouden met de verbeterende marktvooruitzichten van dit bedrijfsonderdeel.

Beleggen is anticiperen en vooruitkijken, en wij als fundamentele lange termijn aandeelhouder kijken met name naar de toekomst. Vandaar dat wij ook een analyse hebben gemaakt die aansluit bij de lange termijn doelstellingen van Kendrion in 2025, die wij als realistisch en haalbaar achten. Wij hebben aannames gemaakt omtrent de omzet- en winstontwikkeling van beide bedrijfssegmenten om zo tot een som-der-delen berekening te komen. De verwachtingen van het management, met de kanttekening dat wij ervan uitgaan dat de margedoelstelling niet wordt overtroffen, hebben wij hierbij als startpunt genomen: 5% organische omzetgroei vanaf 2019 tot en met 2025 met een EBITDA-marge van tenminste 15% en een ROIC van tenminste 25% in 2025. Op basis van deze aannames is de som-der-delen als volgt:

Som-der-delen 2025	EBITDA multiple	EBITDA	Ondernemingswaarde
Industrie	8	€ 59.000.000	€ 472.000.000
Automobiel	4	€ 28.000.000	€ 112.000.000
Waarde per aandeel	€ 32		

Bron: Berekeningen AVF

De waarde per aandeel in 2025 komt volgens onze som-der-delen analyse, waarbij we conservatieve waarderings *multiples* hebben gebruikt en inclusief € 100 mln nettoschuld in 2025, uit op € 32,-. Vanaf de huidige beurskoers van € 15,50 betekent dit een opwaarts koerspotentieel van ruim 100%, oftewel 22% per jaar. Daarbovenop komt nog het dividendrendement dat naar schatting circa 5% op jaarbasis zal bedragen. Daarmee ligt het jaarlijks verwacht totaalrendement van 27% ruimschoots boven onze rendementsdoelstelling van ten minste 10% op jaarbasis.

Conclusie

Kendrion is de wereldmarktleider op het gebied van elektromagneten en mechatronische systemen. De innovatieve onderneming profiteert met haar producten en oplossingen in de industriële en *automotive* divisie van megagroetrends zoals robotisering, de energietransitie en de elektrificatie van het wagenpark. Het heeft hierbinnen producten ontwikkeld die als innovatief en leidend kunnen worden beschouwd.

Ondanks korte termijn verstoringen in de automobielandustrie, verwachten wij dat ook dit onderdeel zich door stijgende (elektrische)autoverkopen weer snel herpakt. Zodra de tekorten in de toeleveringsketen afnemen, kan ook dit segment voor Kendrion binnen afzienbare tijd voor nieuwe omzet- en winstrecords zorgen.

Wat ons betreft, staan vanaf volgend jaar alle seinen weer op groen. Volgens marktonderzoeksbureau IHS zal vanaf 2023 de wereldwijde autoverkopen, na vier achtereenvolgende jaren van krimp, weer gaan groeien. Nog gunstiger voor Kendrion is dat de verkoop van elektrische auto's de komende jaren exponentieel gaat groeien (>30%) en een steeds belangrijker deel uitmaken van de totale verkoopmix.

Naast de stijgende autoverkopen, zullen de content- en toegevoegde waarde van Kendrion's producten per auto ook toenemen, waardoor Kendrion in staat moet zijn om veel harder te groeien dan de automobiemarkt. Ook de vraag naar Kendrion's industriële remmen, blijft volgens onze verwachting, gedreven door de megagroetrends zoals robotisering, elektrificering en de industrie 4.0, de komende jaren sterk toenemen.

Wij zijn van mening dat de huidige beurswaardering van Kendrion niet een juiste afspiegeling is van de reële ondernemingswaarde. Onze som-der-delen analyse laat zien dat de onderneming minimaal twee keer zoveel waard is dan de huidige beurswaarde. De onderneming wordt nu gewaardeerd als een pure *automotive* toeleverancier, terwijl 80% van de winst wordt gerealiseerd in de industrie divisie. Dit onderdeel groeit tevens harder en behaalde een recordomzet (€ 136 mln) en record EBITDA-marges van 17,9% in de eerste jaarhelft van 2022. Naar verwachting zal dit jaar voor het eerst de omzet afkomstig van de industrie divisie de *automotive* divisie doen overstijgen. Zodra beleggers dit inzien en de *automotive* divisie weer in omzet groeit, ligt een forse *re-rating* van het aandeel in het verschiet. Een ruime koersverdubbeling binnen nu en drie jaar is dan een realistisch scenario. In de tussentijd worden we met een dividendrendement van circa 5% op jaarbasis ruimschoots beloond voor het wachten.

Een positieve *Capital Markets Day* op 8 september aanstaande, met meer nadruk op de uitstekende bedrijfsprestaties van de belangrijkste divisie industrie, en aparte financiële doelstellingen voor zowel de *automotive* als de industriële divisie, zou de sterke onderwaardering sneller teniet kunnen doen.

Vooruitzichten

Het koersherstel dat vanaf medio juni aantrad werd in augustus door de sterk oplopende gasprijzen, waardoor een energiecrisis de kans op een recessie vergroot, weer volledig de kop ingedrukt. Tevens zorgde eind augustus de 'hawkish' en slechts acht minuten durende toespraak van FED-voorzitter Jerome Powell in het Amerikaanse Jackson Hole, voor een verdere daling van zowel aandelen- als de obligatiemarkten.

Niet alleen Powell, maar ook andere centrale bankiers lieten op dit jaarlijkse informele evenement duidelijk van zich horen dat het bestrijden van de hoge inflatie, lees hogere rentestanden, prioriteit heeft boven economische groei. Daarnaast bevindt Europa zich momenteel in een heuse energiecrisis waarbij de sterk oplopende energieprijzen een flinke hap nemen uit de koopkracht van de Europese consument en de winstmarges van het bedrijfsleven aantasten. Deze 'perfect storm' zorgde voor een sentimentsomslag op de financiële markten.

Voor onze participaties is het dan ook op z'n zachtst gezegd een uitdagende omgeving. Zo zijn er nog altijd tekorten in de toeleveringsketen, een krappe arbeidsmarkt, stijgende grondstoffenprijzen, *lockdowns* in China en lage waterstanden in Europa die het transport bemoeilijken. Uit de gesprekken die we voeren met het management van onze participaties, blijkt dat de onderliggende vraag echter nog altijd sterk is en dat de ondernemingen zich vooralsnog goed weten te navigeren door deze uitdagende macro economische omgeving.

Nu alle halfjaarcijfers van de participaties uit onze portefeuille bekend zijn, hebben wij een goed inzicht gekregen op de haalbaarheid van onze winsttaxaties voor geheel 2022. Zoals we in ons [maandbericht van juni](#) al hadden aangegeven, hebben wij tot nu toe alleen de winsttaxatie voor chipmachinefabrikant Besi met circa 20% neerwaarts moeten bijstellen. Alle overige elf participaties voldoen of overtreffen zelfs onze winsttaxaties. In tegenstelling tot wat de dalende beurskoersen aangeven, zal meer dan 65%-weging van onze portefeuille wederom recordresultaten realiseren.

Onze verwachting is nog steeds dat met de kennis van nu, ondanks de huidige economische uitdagingen, een gewogen winstgroei van onze portefeuille van tenminste 10% haalbaar moet zijn in 2022. De goed gevulde orderboeken en de gesprekken die wij recent hebben gevoerd met het management van onze participaties ondersteunen dit.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Na de forse koersdalingen over de afgelopen acht maanden zijn veel van onze participaties niet zo 'goedkoop' geweest sinds het handelsconflict tussen Amerika en China in 2018 of zelfs sinds de eurocrisis in 2011. De gestegen (record)bedrijfswinsten worden dus momenteel nog niet vertaald naar hogere beurskoersen.

In het verleden is gebleken dat onze participaties na iedere crisis (grote financiële crisis 2008/09, eurocrisis 2011, handelsconflict 2018 en coronacrisis 2020) weer *leaner, meaner* en *stronger* terugkomen.

Met name de concurrentiekracht en het innovatievermogen van onze participaties is door de jaren heen sterk verbeterd waardoor ze marktaandeel hebben gewonnen. Ze zijn niet voor niets allemaal Europees of wereldmarktleider in structurele groei en/of nichemarkten waarbij ze volop profiteren van megagroeitrends zoals digitalisering van de samenleving en de technologie- en energietransitie. Maar ook van duurzaamheids- en gezondheidstrends. De coronapandemie en de boycot op Russisch olie en gas heeft veel van deze groeitrends alleen maar verder versterkt en versneld.

Daarnaast hebben onze participaties een ijzersterke balans, 65%-weging van onze portefeuille is zelfs schuldenvrij, waardoor ze zelfs in moeilijke tijden aanvullende winstgevendende acquisities kunnen doen of eigen aandelen kunnen inkopen.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2022 van 13,7 en een gewogen dividendrendement van 3,9%. De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 7,3%.

In het licht van de winstgroeivooruitzichten en de negatieve reële rentes is dat nog steeds een zeer aantrekkelijke risicopremie.

Voor de middellange termijn blijven wij uitermate positief gestemd over het winst- en groeipotentieel van onze participaties, zowel organisch als via winstgevende acquisities. Onze participaties liggen goed op koers om hun middellange termijn doelstellingen te realiseren of zelfs te overtreffen.

Hoelang de beurskoersen nog zullen blijven dalen kunnen we helaas niet voorspellen, financiële markten zijn immers inefficiënt en niet rationeel. Wat we wel weten is dat onze participaties goed op koers liggen om hun middellange termijn doelstellingen in 2025/26 te realiseren of zelfs te overtreffen.

De geschiedenis heeft laten zien dat lange termijn winstgroei – *door alle economische cycli* – uiteindelijk de waarde van een onderneming doet toenemen en daarmee de aandelenkoers laat stijgen.

Korte termijn koersdalingen zijn niet leuk, maar wel de opmaat naar hogere toekomstige rendementen!

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma (1977)

Fund Manager & Managing Partner



Bastiaan Rogmans (1984)

Analist



Jordi Fierlings (1994)

Analist

Amsterdam, 6 september 2022

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

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