

| | | | |
|------------------------|------------------------------|----------------------|------------------------|
| NAV: € 85,85 | AuM: € 146.081.771 | MTD: 5,03% | YTD: -15,81% |
|------------------------|------------------------------|----------------------|------------------------|



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in juli een positief beeld zien. De AEX-Index steeg met 10,7% naar 729,4, de Amsterdam Midkap Index steeg met 6,1% naar 957,4 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 3,2% hoger op 1.300,2.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in juli met 5,0% van € 81,74 naar € 85,85. Over de eerste zeven maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -15,8% gerealiseerd.

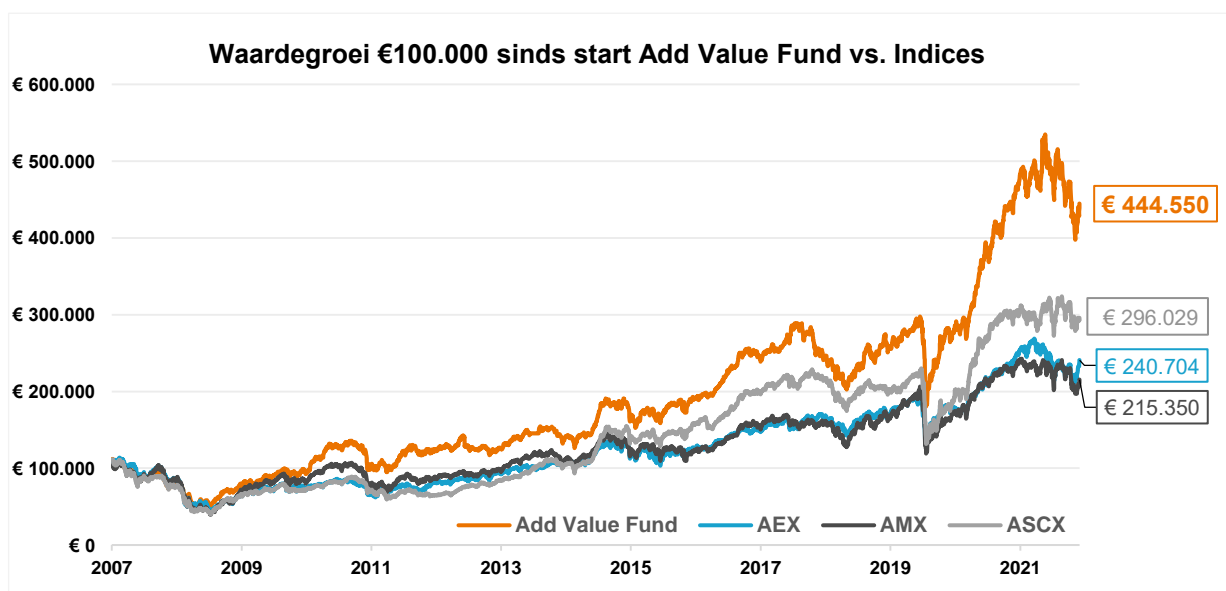
Het fondsvermogen per 31 juli 2022 bedroeg € 146,1 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 138,2 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind juli een creditsaldo en overige overlopende posten van 5,4% van het fondsvermogen.

- 1) In juli realiseerden 7 van de 12 participaties (= 58%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 2 van de 12 participaties (= 25%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **ASM International** het best in portefeuille. De onderneming rapporteerde over het tweede kwartaal sterke resultaten en kwam met een solide outlook;
- 3) De zwakst presterende participatie in juli was **Flow Traders**. De onderneming rapporteerde tegenvallende tweede kwartaalcijfers en hield haar tweede *Capital Markets Day*. In dit maandbericht gaan wij hier dieper op in.

Rendement



| Top-3 weging in portefeuille | in % | Top-3 stijgers | in % | Top-3 dalers | in % |
|------------------------------|-------|--------------------------|-------|-----------------|--------|
| 1. ASM International | 18,4% | 1. ASM International | 24,9% | 1. Flow Traders | -22,0% |
| 2. BE Semiconductor Ind. | 11,1% | 2. Sif Holding | 16,9% | 2. Nedap | -3,3% |
| 3. Hunter Douglas | 9,0% | 3. BE Semiconductor Ind. | 13,7% | 3. Kendrion | -2,2% |



Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

| Fondsinformatie | | AVF | AEX | AMX | ASCX | |
|--------------------------------|--------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Startdatum | 1 februari 2007 | cum. | 344,6% | 140,7% | 115,3% | 196,0% |
| Fondsvermogen | € 146,1 mln | 2022 | -15,8% | -7,1% | -9,1% | -3,7% |
| Beurskoers | € 85,59 | 2021 | 56,8% | 30,6% | 18,7% | 23,8% |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 85,85 | 2020 | 20,4% | 5,7% | 5,1% | 13,5% |
| Aantal uitstaande aandelen | 1.701.502 | 2019 | 32,2% | 28,5% | 42,6% | 20,5% |
| Beursnotering | Euronext Amsterdam | 2018 | -18,3% | -7,4% | -19,0% | -16,3% |
| Verhandelbaarheid | Iedere handelsdag | 2017 | 26,7% | 16,5% | 24,7% | 34,5% |
| Valuta | EUR | 2016 | 14,9% | 13,6% | 0,8% | 7,5% |
| ISIN Code | NL0009388743 | 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 | 26 april 2022 |
| Dividendbeleid en -historie | Zie website |

| Rating | |
|----------------------------|---------|
| Morningstar Rating Overall | ★★★★★ |
| Morningstar Analyst Rating | Neutral |

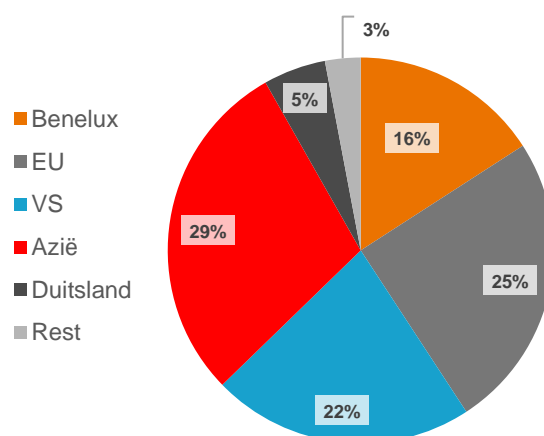
| Geannualiseerd rendement | 1-jaar | 3-jaar | 5-jaar | 10-jaar | sinds start |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------|-------------|
| Add Value Fund | -2,6% | 18,1% | 12,0% | 14,0% | 10,1% |
| AMX-index | -6,1% | 8,1% | 6,6% | 9,6% | 5,1% |

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 29-07-2022. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

| Fondskarakteristieken | AVF | AMX |
|-------------------------------------|--------|--------|
| Schuld ratio | 0 | 4,0 |
| % 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 | 81,7% | |
| Standaard deviatie (10 jaar) | 17,3% | 17,6% |
| Top-3 holdings % van totaal | 38,4% | 26,4% |
| Alpha (5 jaar, geannualiseerd) | 8,3% | |
| Alpha (sinds begin, geannualiseerd) | 6,6% | |
| Beta (5 jaar) | 0,96 | |
| Beta (sinds begin) | 0,86 | |
| Sharpe ratio (5 jaar) | 0,80 | 0,52 |
| Sharpe ratio (sinds begin) | 0,63 | 0,50 |

| Samenstelling naar beurswaarde | AVF | AMX |
|--------------------------------|-------|-------|
| > € 5 miljard | 28,9% | 40,2% |
| > € 2 miljard | 22,0% | 42,8% |
| > € 1 miljard | 13,3% | 14,1% |
| > € 500 miljoen | 17,4% | 2,9% |
| < € 500 miljoen | 18,4% | 0,0% |

Omzetverdeling portefeuille



| Waardering | AVF | AMX |
|--|------|------|
| Koers/winst-verhouding ²⁰²¹ | 16,2 | n/a |
| Koers/winst-verhouding ²⁰²² | 14,8 | 13,0 |
| Dividendrendement ²⁰²¹ | 3,4% | 3,0% |
| Dividendrendement ²⁰²² | 3,6% | 3,8% |


Portefeuille naar eindmarkt



Duurzaamheid

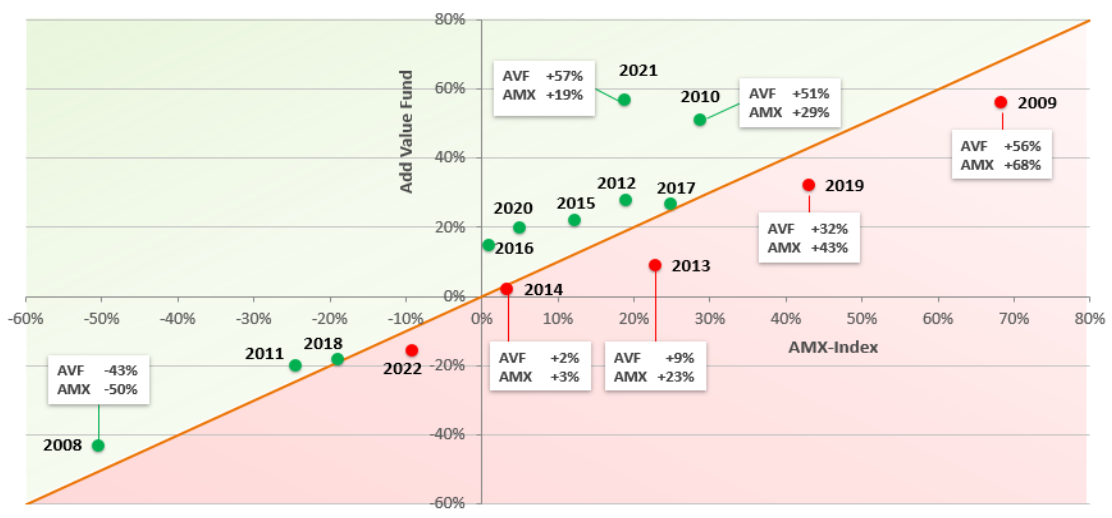
Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcap aandelen. Add Value Fund Management heeft als beleggingsinstelling de morele plicht om maatschappelijk verantwoord te opereren. Vanuit onze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



Flow Traders – Capital Markets Day 2022

In juli hield *fintech* onderneming Flow Traders voor de tweede keer sinds de beursgang in 2015 haar Capital Markets Day (CMD). De vorige CMD dateerde alweer uit 2019 en sindsdien zijn sommige accenten en de diversificatiestrategie verder aangescherpt. Ondanks de goede voortgang staat de beurskoers op een meerjarig dieptepunt, waarmee de 'hedge' in onzekere tijden zoals onder andere in 2020 (rendement +45%), dit jaar vooralsnog niet opgaat. Normaliter hoort Flow Traders in neergaande markten relatief goed te presteren ten opzichte van andere participaties in onze portefeuille, echter met een rendement dit jaar van -33% is dit nu niet het geval. Een goed moment dus om Flow Traders extra onder de loep te nemen.

Hoewel een CMD gericht is op de (middel)lange termijn, ontkomen we er in dit maandbericht niet aan om ook de korte termijn prestaties te bespreken. Flow Traders rapporteerde namelijk ook op de CMD haar tweede kwartaalcijfers en het koersverloop in de verslagmaand liet geen twijfel bestaan dat die voor beleggers flink tegenvielen. Vervolgens zoomen we in op de (middel)lange termijn groeivoorzichten van de onderneming die tijdens de CMD zijn besproken. En tot slot zullen we op basis van deze groeivoorzichten onze eigen sommetjes maken om de waardering en het potentieel rendement te berekenen. Het zal duidelijk worden waarom deze unieke *fintech* onderneming nog altijd een belangrijke plek verdient binnen de portefeuille van Add Value Fund.

De onbetwiste marktleider in Europa

Met ruim 600 medewerkers en acht kantoren vervult Flow Traders als *authorised participant* en *liquidity provider* een belangrijke rol in het wereldwijde financiële ecosysteem, met name voor *Exchange Traded Products* (ETPs). De onderneming is met een marktaandeel van ruim 40% (*on exchange*) al jarenlang de onbetwiste marktleider in Europa. Door het continu afgeven van bied- en laatprijzen met hele kleine spreads kunnen zowel particuliere en professionele beleggers altijd, zowel *on exchange* als *off exchange*, ETPs aan- en verkopen tegen lage kosten.

Uit de kleine spreads tussen de bied- en laatprijzen en het positieve verschil tussen de ETP en het onderliggende 'mandje', behaald Flow Traders haar omzet, ofwel het netto handelsresultaat. Hoe meer ETP-handel er plaatsvindt en hoe hoger de spreads zijn, des te hoger de handelsinkomsten van Flow Traders. Tijdens forse beurscorrecties nemen normaal gesproken zowel de volumes als de spreads flink toe. Beleggers vinden snelheid en liquiditeit belangrijker wanneer koersen met procenten per dag veranderen en nemen de extra basispunten aan spread voor lief. Tijdens turbulente beursomstandigheden, zoals in 2020, wordt de kracht en toegevoegde waarde van Flow Traders als liquiditeitsverschaffer duidelijk zichtbaar. Het is dan ook niet vreemd dat beleggers en analisten hoge verwachtingen hadden voor de tweede kwartaalcijfers.

Ondanks minder dan verwachte tweede kwartaalcijfers heeft Flow Traders een sterk halfjaar achter de rug

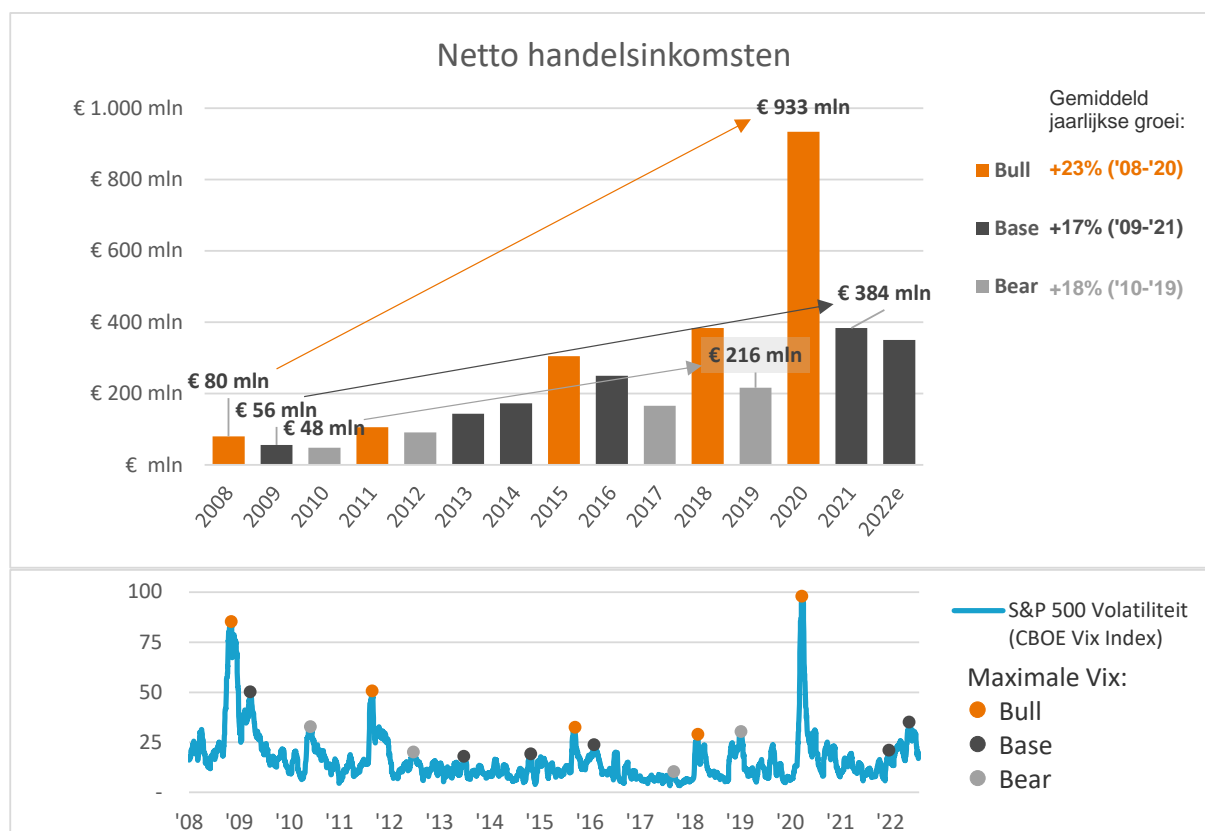
| Bedragen in € miljoen | Q2 2022 | Q1 2022 | % change | Q2 2021 | % change |
|-----------------------------------|---------------|---------------|-------------|---------------|------------|
| Netto handelsinkomsten | 86 | 148 | -42% | 94 | -9% |
| EBITDA | 37 | 70 | -47% | 40 | -9% |
| Nettowinst | 26 | 53 | -50% | 29 | -8% |
| Winst per aandeel | € 0,60 | € 1,29 | -53% | € 0,64 | -7% |
| ETP waarde verhandeld (€ miljard) | 449 | 522 | -14% | 354 | +27% |

Flow Traders behaalde in het tweede kwartaal € 86 miljoen aan netto handelsinkomsten, een daling van 42% ten opzichte van het eerste kwartaal en een daling van 9% ten opzichte van het tweede kwartaal vorig jaar. De minder dan verwachte resultaten zijn echter wel verklaarbaar. De daling van de financiële markten van zowel aandelen, obligaties als crypto's, gingen namelijk gepaard met relatief weinig volume en zonder extreme volatiliteit en zogenaamde dislocaties. Vooral in Europa, de belangrijkste markt voor Flow Traders, was dat het geval. Zo werd er in het tweede kwartaal 26% minder aan waarde verhandeld in Europese ETPs in vergelijking met het eerste kwartaal 2022 en lag de volatiliteit ook lager. Een andere belangrijke oorzaak was de lagere inkomsten uit de cryptohandel, dit onderdeel droeg vorig jaar nog flink bij aan het handelsresultaat maar ondanks de scherpe

koersval van de Bitcoin en andere cryptomunten waren de volumes en marges flink lager dan voorgaande kwartalen.

Ondanks de minder dan verwachte tweede kwartaalcijfers heeft Flow Traders met een WPA van € 1,88 een sterk eerste halfjaar achter de rug. Daarnaast, en nog belangrijker, zien wij dat de lange termijn groeitrend, door de cycli heen, nog steeds volledig intact is. Onderstaande grafieken laten deze historisch lange termijn groei zien als we de verschillende jaren indelen in zeer rustige jaren (*Bear case*), normale jaren (*Base case*) en beursjaren met hoge volatiliteit, volumes en *spreads* (*Bull case*). Een *bull case* voor Flow Traders manifesteert zich meestal als de financiële markten in een *bear market* zitten. De grafiek hieronder laat duidelijk zien dat elk topjaar (2015, 2018 en 2020) voor een nieuw record aan handelsinkomsten zorgt en dat de inkomsten in een rustig jaar (2010, 2012, 2017 en 2019) ook elke keer hoger komen te liggen. De drie verschillende handelsomgevingen laten allemaal een gemiddelde jaarlijkse groei van de netto handelsinkomsten zien van tenminste 17% tot 23%.

“Elk topjaar zorgt voor een nieuw record aan netto handelsinkomsten”



Bron: Flow Traders, Refinitiv, AVFM

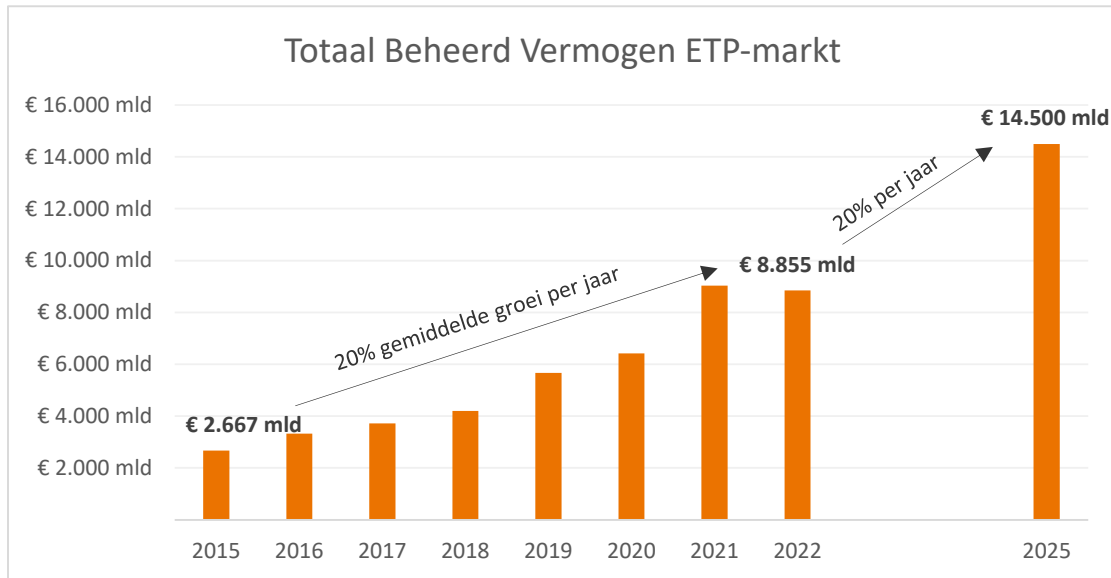
De hogere netto handelsinkomsten die Flow Traders weet te behalen door de jaren heen is te danken aan het feit dat er wordt gehandeld in meer producten en de toename van tegenpartijen en handelsplatformen. De investeringen in IT en risk management en de sterke toename van het aantal handelaren en technologie medewerkers maken dit mogelijk.

“Flow Traders heeft de ambitie om de netto handelsinkomsten met gemiddeld 20% per jaar te laten groeien naar € 1 miljard”

Flow Traders sprak tijdens de CMD haar ambitie uit om de netto handelsinkomsten met gemiddeld 20% per jaar te laten groeien naar € 1 miljard. Flow Traders heeft deze groei in het verleden laten zien en in 2020 was Flow Traders al dichtbij de ambitie. Resultaten uit het verleden bieden echter geen garantie voor de toekomst, om in te schatten hoe reëel deze ambitie is, zoomen we dieper in op de toekomstige groeidrivers.

Sterk groeiende ETP-markt

Als ETP *powerhouse* gaat Flow Traders ook de komende jaren profiteren van een sterk groeiende ETP-markt. BlackRock, 's werelds grootste aanbieder van ETPs, verwacht dat het totale beheerd vermogen van ETPs zal groeien van circa \$ 9.000 miljard naar \$ 15.000 miljard in 2025. Dit komt neer op een gemiddeld jaarlijkse groei van bijna 20%, de doelstelling van Flow Traders. Een grotere markt betekent dat er meer waarde wordt verhandeld, maar ook dat de markt steeds efficiënter wordt waardoor het verschil tussen bied- en laatprijzen kleiner wordt. Om de lagere *spreads* cq winstmarge te compenseren, zou Flow Traders dus harder moeten groeien dan de markt.



Bron: BlackRock

Ondanks dat Flow Traders veruit marktleider is in Europa ziet de onderneming nog voldoende ruimte, met name in de VS en Azië, om te groeien.

Allereerst door meer tegenpartijen aan zich te binden en op meer beurzen (> 180) en handelsplatformen actief te zijn krijgt Flow Traders toegang tot meer handel. Zo groeide het aantal tegenpartijen van 790 in 2017 naar ruim 2.000 eind 2021 en dit moet ook de komende jaren doorgroeien.

Ten tweede ziet de *fintech* onderneming kansen om te groeien in regio's waar het nog niet actief is of een laag marktaandeel heeft. Onlangs heeft Flow Traders een nieuw kantoor geopend in Shanghai en binnenkort verwacht de onderneming goedkeuring om naast Hong Kong direct in China actief te zijn. Daarnaast ziet Flow Traders volop groeimogelijkheden in Australië en Korea om hun aanwezigheid daar flink te vergroten. In de grootste ETP-markt Amerika, is het marktaandeel nog relatief klein en is het vooral actief in internationale ETPs waar het een marktaandeel van 5,7% had in 2021.

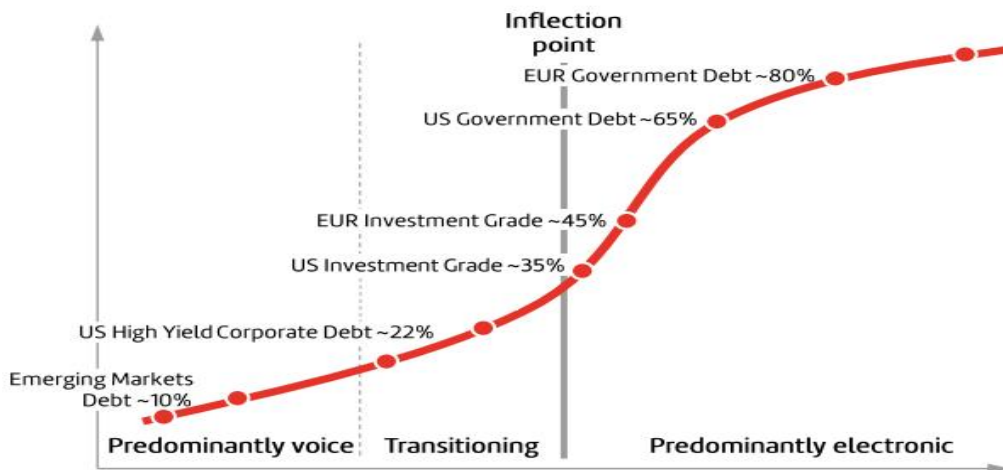
Tot slot kan Flow Traders binnen de ETP-markt groeien door actief te zijn in meer verschillende ETPs. En daarnaast uitbreiding naar Amerikaanse aandelen. Het ontbreekt Flow Traders echter voorsnog aan ervaring en kunde in het verschaffen van liquiditeit in (Amerikaanse) aandelen. De concurrentie lijkt hier een voorsprong te hebben met gerenommeerde partijen, zoals Susquehanna en Citadel die een groot deel van deze markt in handen hebben. Flow Traders is wel voornemens om haar marktpositie hierin uit te breiden.

Hoewel er nog voldoende groeimogelijkheden zijn binnen de kernmarkten van Flow Traders is het noodzakelijk om uit te breiden naar aanpalende markten wil het haar ambitie van 20% groei waarmaken. Vanuit haar kracht als ETP *powerhouse* breidt Flow Traders verder uit door ook liquiditeit te verschaffen in de onderliggende waarden van de ETPs. Naast het verzorgen van liquiditeit in obligatie-ETPs wordt er ook liquiditeit verzorgd direct in obligaties. De markt voor deze onderliggende waarden is vele malen groter en dankzij de kennis en kunde die Flow Traders al bezit met de handel in ETPs lijkt dit een logische vervolgstap.

Transformatie in de obligatiemarkt

Handel in de obligatiemarkt vond van oudsher plaats via de telefoon waarbij relaties met klanten belangrijker waren dan de beste prijs. De laatste jaren is daar enorme verandering in gekomen en vindt in sommige segmenten van de markt het overgrote deel van de handel elektronisch en anoniem plaats. Dit biedt kansen voor nieuwe spelers in de markt zoals Flow Traders die de infrastructuur bezitten en meer technologische kennis hebben dan de traditionele spelers.

Elektronische obligatiehandel als % van totaal



Bron: Flow Traders

De obligatiemarkt heeft daarnaast ook nog eens een aanzienlijke omvang. Ter vergelijking, in obligatie-ETPs wordt gemiddeld € 8 miljard per dag aan waarde verhandeld terwijl in obligaties voor gemiddeld € 1.000 miljard aan waarde per dag wordt verhandeld. Niet voor niets is de handel in obligaties een van de speerpunten van Flow Traders om verder te groeien.

Echter, de handel in obligaties vergt wel andere capaciteiten van handelaren dan de handel in ETPs. Flow Traders heeft dan ook de afgelopen jaren flink geïnvesteerd in risicomanagement, het aansluiten van tegenpartijen en handelsplatformen en in het verbeteren van haar prijsmodel. Hierdoor is het in staat om voor 10.000 obligaties constant een prijs af te geven op 12 verschillende handelsplatformen waarop tegenpartijen kunnen handelen. En dit aantal blijft groeien, waardoor Flow Traders een steeds groter deel van de obligatiemarkt dekt.

Flow Traders groeit dan ook erg hard in deze markt. Op jaarbasis verhandelde Flow Traders in de eerste jaarhelft van 2022 maar liefst € 243 miljard aan waarde in obligaties, ofwel een ruime verdubbeling van € 111 miljard in 2021.

Dagelijks wordt er bijna voor € 1 miljard in obligaties verhandeld door Flow Traders, wat neerkomt op circa 0,1% van de totale obligatiemarkt. Er is dus nog voldoende ruimte om verder te groeien in de obligatiemarkt, die dankzij de transformatie van telefonisch naar handel via elektronische platformen steeds aantrekkelijker wordt voor Flow Traders.

Crypto's, valuta en commodities worden steeds belangrijker

Het jaar 2021 kan worden gezien als het jaar dat crypto's omarmt werd door institutionele beleggers. Flow Traders zag als vroege toetreders tot deze markt de groeipotentie hiervan. Tijdens de CMD werd de verdeling van de handelsinkomsten naar productgroep getoond en gaven ons daardoor meer inzicht in de handelsresultaten die in dit segment behaald werden. In crypto's, valuta en commodities stegen de handelsinkomsten van € 25 miljoen in 2020 naar € 85 miljoen in 2021. Gezien de marktomstandigheden schatten wij in dat het overgrote deel van de sterke stijging te danken is aan de cryptohandel en voornamelijk in de eerste jaarhelft van 2021 werd gerealiseerd.

Flow Traders heeft in deze nieuwe markt als vroege toetreders een sterke en leidende marktpositie opgebouwd. Met een marktaandeel van 27% is het wereldmarktleider in de handel van beursgenoteerde crypto-ETPs. Er wordt op

20 handelsplatformen gehandeld in 300 verschillende cryptomunten. Het is daarnaast een belangrijke partner van ETP-aanbieders die crypto-ETPs willen lanceren of al gelanceerd hebben.

De fors gedaalde cryptomunten lijkt de interesse van institutionele beleggers niet te stoppen. Onlangs kondigde BlackRock (grootste aanbieder van ETPs en vermogensbeheerder in de wereld) aan dat het een samenwerking aangaat met cryptobeurs Coinbase. BlackRock gaat haar beleggersplatform verbinden met Coinbase, zodat klanten via het BlackRock platform Aladdin cryptomunten kunnen aan- en verkopen.

Ook het aantal financiële producten op basis van crypto's blijft toenemen. Naar verwachting wordt binnenkort de allereerste Bitcoin ETF gelanceerd. De Jacobi Bitcoin ETF zal genoteerd worden aan Euronext Amsterdam waarbij de liquiditeit verzorgd wordt door Flow Traders en DRW Trading Group.

Ondanks de huidige 'crypto winter' ziet Flow Traders veel kansen in de cryptomarkt en stelt zich graag op als voorloper in deze nieuwe markt die de potentie heeft om het financiële systeem via de *blockchain* drastisch te veranderen.

Venture Capital Fund

De bovenstaande analyse laat duidelijk zien dat er volop groeimogelijkheden zijn voor Flow Traders in de komende jaren. Het zal profiteren van megatrends als de groeiende ETP-markt, elektronificatie van de obligatiehandel en verdere adoptie van cryptomunten door institutionele partijen. Flow Traders is echter niet van plan om te wachten hoe snel deze megatrends zich ontwikkelen, maar wil zelf deze veranderingen in de markt actief gaan aanjagen met de oprichting van haar eigen Venture Capital Fund.

De investeringstak zal dan ook investeren in *start-ups* actief op het gebied van handelsplatformen, data en verbindingen, en uiteraard gericht op de financiële producten waarin Flow Traders actief is. Door haar kennis en kunde van de financiële markten te delen met deze partijen hoopt Flow Traders deze (mega)trends te versnellen en daarnaast een goed rendement te behalen op de investeringen.

Veel investeringen gaan op dit moment naar crypto gerelateerde *start-ups*. Een logisch gevolg van het feit dat de markt nog jong en in ontwikkeling is. Door bijvoorbeeld te investeren in handelsplatformen wordt het makkelijker en aantrekkelijker gemaakt voor institutionele partijen om in cryptomunten te handelen. Naast dat de investering een positief resultaat op kan leveren, zorgt het ook voor meer kennis en handel wat goed is voor de marktpositie en handelsinkomsten van Flow Traders.

Het fonds krijgt initieel een investeringsbudget van € 50 miljoen om binnen twee jaar te investeren in minimaal 20 participaties voor de lange termijn (+/- 10 jaar). Het fonds heeft al € 14,3 miljoen geïnvesteerd in 19 *start-ups* waarvan de overgrote meerderheid in crypto infrastructuur. Hierbij was er vooral een acceleratie in het tweede kwartaal van dit jaar met vijf investeringen tegen hopelijk gunstigere waarderingen nu de cryptomarkt op een lager pitje ligt.

Voor ons als belegger is het nog lastig in te schatten wat de uiteindelijke toegevoegde waarde van het fonds zal zijn. Dit is voor een groot gedeelte afhankelijk van de ontwikkelingen in de cryptomarkt. Wel zien wij concurrenten als Jane Street en Virtu Financial eenzelfde strategie volgen en vaak meedoen met dezelfde investeringsrondes. De concurrentie ziet duidelijk ook het gevaar van disruptie door crypto en *blockchain*. En als je de nieuwe technologie niet kunt verslaan kun je er maar beter aan meedoen.

Is 20% jaarlijkse groei en € 1 miljard aan netto handelsinkomsten haalbaar?

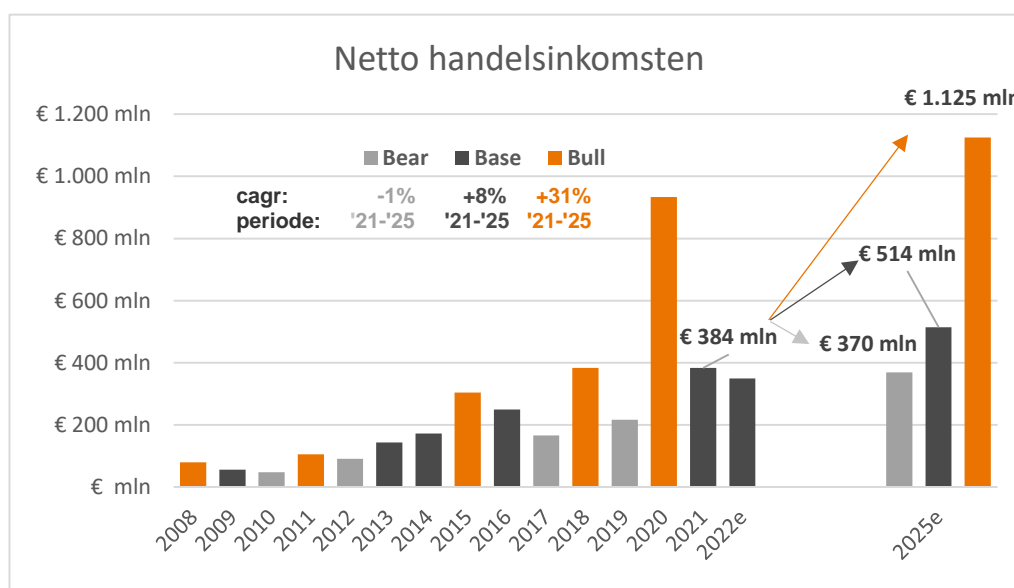
Flow Traders heeft in het verleden laten zien dat het met 20% kan groeien als de juiste beursjaren met elkaar worden vergeleken. We zien echter wel dat de marges de afgelopen jaren onder druk staan waardoor de groei van het handelsresultaat achterblijft bij de groei in verhandelde waarde. Dit komt onder andere doordat de ETP-markt efficiënter is geworden waardoor de *spreads* kleiner zijn. Aan de andere kant blijft de ETP-markt doorgroeien en heeft Flow Traders laten zien, met de resultaten die in crypto's en obligaties worden behaald, dat het ook kan groeien buiten de ETP-markt.

Het is echter lastig te voorspellen hoe succesvol Flow Traders gaat zijn in deze nieuwe markten en hoe de (sterke) concurrentie daarop reageert. Wij gaan dan ook conservatief uit van een groei van 10% in de komende jaren en

laten ons graag positief verrassen door het management. Met een netto handelsresultaat van € 933 mln in 2020 hebben ze in ieder geval laten zien dat de ambitie van € 1 miljard haalbaar moet zijn. Wanneer dat zal zijn is natuurlijk afhankelijk van de marktomstandigheden. Wij hebben absoluut geen twijfel dat in een volgend topjaar deze magische grens wordt overschreden.

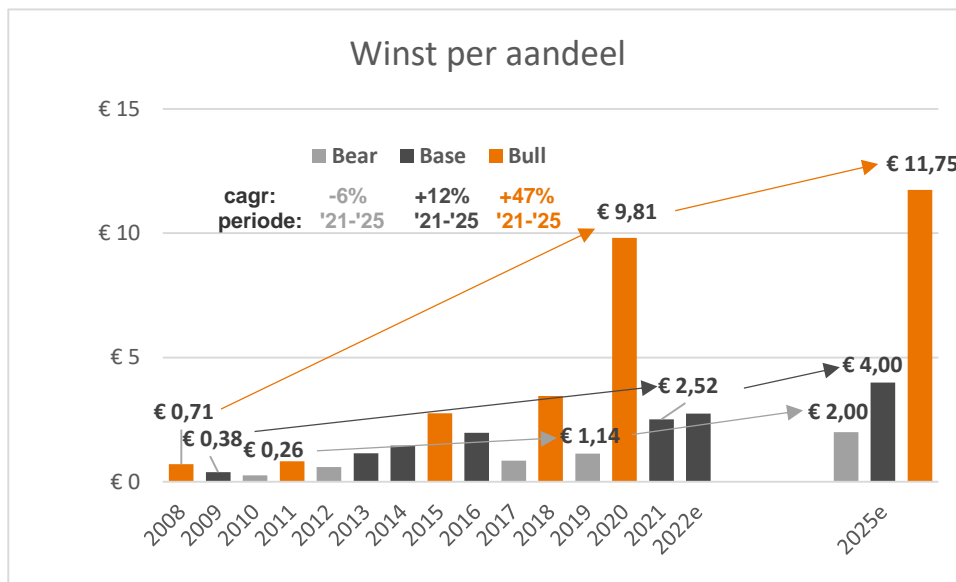
Sterke groeipotentie en onderwaardering

Inherent aan het bedrijfs- en verdienmodel van Flow Traders is dat de handelsinkomsten en nettowinst lastig of zelfs onmogelijk te voorspellen zijn. Helemaal op kwartaalbasis, maar ook op jaarbasis. De handelsinkomsten zijn namelijk sterk afhankelijk van hoe actief er op de beurzen gehandeld wordt. Aan het begin van dit maandbericht is echter getracht om de jaren in te delen in drie verschillende scenario's; een *bull case* (volatiel beursjaar), een *base case* (normaal beursjaar) en een *bear case* (rustig beursjaar). Ditzelfde kan worden gedaan met de vooruitzichten voor 2025. In onderstaande grafiek hebben we de netto handelsinkomsten in de verschillende scenario's weergegeven.



Taxaties AVFM

Volgens onze berekeningen gaat de ambitie van € 1 miljard alleen gehaald worden in een *bull case* scenario in 2025. Ten opzichte van 2021 groeien de handelsinkomsten in een *base case* scenario met 8% per jaar en dalen ze met 1% per jaar in een *bear case*. De onderneming verwacht de komende jaren de vaste kosten met maximaal 10% tot 15% te laten stijgen. Flow Traders heeft een schaalbaar bedrijfsmodel waarvoor relatief weinig kapitaal en investeringen voor benodigd zijn. Daarnaast is de onderneming schuldenvrij en realiseert het hoge nettowinstmarges tussen de 25% en 50%. Als we bovenstaande verschillende scenario's en aannames meenemen kunnen we een redelijke goede voorspelling maken voor de winst per aandeel (zie onderstaande grafiek).



Taxaties AVFM

Vervolgens is de grote vraag wat voor waardering we kunnen geven aan een onderneming die in 2025 verwacht wordt minimaal € 2,00 winst per aandeel te behalen. In de periode sinds 2008 was er ieder 3 jaar een *bull* scenario voor Flow Traders veroorzaakt door de financiële crisis ('08), de Europese schuldencrisis ('11), de renteangst ('15), handelsconflict tussen de VS en China ('18) en de coronapandemie ('20). Ook hier geldt weer, resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Wij gaan dan ook conservatief te werk en achten een kans van 10% op dit scenario, een 60% kans op een normaal jaar en een 30% kans op een relatief rustig jaar. Daarmee komen we uit op een verwachte winst per aandeel van € 4,18 in 2025.

De aandelen Flow Traders handelde in de afgelopen vijf jaar tegen een gemiddelde koers/winstverhouding van 12 keer de winst. Bij een winst per aandeel van € 4,18 zou er dus in 2025 een koers van € 50,- op de bordes moeten staan.

Vanaf het huidige lage koersniveau biedt dat een mooi verwacht rendement van 138%, exclusief de nog te ontvangen dividenden over die periode. Met een verwachte winst per aandeel dit jaar van € 2,75 (H1 2022: € 1,88) en een dividend van € 1,35 ligt het dividendrendement op een zeer aantrekkelijke 6,4%. Niet voor niets is de onderneming een eigen aandeleninkoopprogramma gestart ter waarde van € 25 miljoen, ofwel 2,5% van de huidige beurswaarde van slechts € 1 miljard.

Conclusie

Flow Traders is *the best of both worlds*: groei en dividend! Daarnaast zien wij Flow Traders nog altijd als een goede diversificatie en *hedge* binnen onze portefeuille, ondanks dat dit vorig jaar (rendement +31%) en dit jaar (rendement -33%) niet opging. De winstontwikkeling vertoont echter geen correlatie met andere participaties in portefeuille, en zorgt dus voor diversificatie. Nadeel is dat de resultaten op korte termijn zeer lastig te voorspellen zijn, voor de lange termijn zijn we er echter van overtuigd dat de ondergrens (*bear case*) steeds hoger komt te liggen en dat ieder topjaar nieuwe recordresultaten zal opleveren. Als ETP *powerhouse* profiteert Flow Traders niet alleen van een groeiende ETP-markt maar biedt de toetreding tot nieuwe markten zoals obligaties en cryptomunten kansen om harder te groeien dan de markt.

Het aandeel is flink afgestraft na de tegenvallende tweede kwartaalcijfers, onterecht wat ons betreft gezien de onderneming goed op koers ligt om onze winsttaxatie van € 2,75 per aandeel te realiseren. De historisch lage waardering van minder de acht keer de verwachte winst 2022 zien wij als opmaat voor een bovengemiddeld rendement in de komende jaren. Niet voor niets houdt de onderneming zelf een 5%-belang aan en is het een nieuwe aandeleninkoopprogramma gestart. Daarnaast hebben de twee oprichters nog in totaal 22% van het uitstaande aandelenkapitaal in handen en hebben alle medewerkers ook *'skin in the game'* in de vorm van aandelen Flow Traders. De belangen lopen dus in ieder geval parallel met ons als betrokken, actieve en lange termijn

aandeelhouder. Wij hebben er alle vertrouwen in dat onze investering in deze unieke en succesvolle onderneming in de nabije toekomst een bovengemiddeld rendement zal opleveren. Wanneer er een *re-rating* zal plaatsvinden is afhankelijk van de marktomstandigheden en *corporate events*, in de tussentijd worden we met een dividendrendement van ruim 6% rijkelijk beloond voor het wachten.

Vooruitzichten

De wereldwijde aandelenbeurzen lieten in de verslagmaand een sterk herstel zien door over het algemeen beter dan verwachte bedrijfscijfers en sterk dalende obligatierentes. Een lager dan verwacht en dalende inflatiecijfer (CPI:8,5%) vanuit Amerika gisteren, zorgde voor een verdere opmars van zowel aandelen als obligaties.

Tot nu toe zijn wij erg tevreden met de gepubliceerde tweede kwartaalcijfers van onze participaties, waarbij onze grootste participatie ASMI, tot de verbeelding sprak, met wederom recordresultaten en uitstekende vooruitzichten. Ook Aalberts, Acomo, Basic-Fit en Nedap presteerden uitstekend. Zoals wij al in ons maandbericht juni hadden aangegeven, gaf chipmachinefabrikant Besi aan dat het in het derde kwartaal een lagere omzet tussen de 25% en 30% verwacht ten opzichte van het tweede kwartaal. Deze omzetsdaling kwam precies overeen met onze voorspelling. Ondanks de minder goede vooruitzichten op korte termijn staat de investment case Besi fier overeind, zoals we uitgebreid hebben besproken in ons vorige maandbericht. Het management denkt er waarschijnlijk hetzelfde over, de onderneming kondigde namelijk na het afronden van de € 185 mln aandeleninkoopprogramma een nieuwe omvangrijkere inkoopprogramma aan, ter waarde van € 300 mln, ofwel circa 7,5% van de huidige beurswaarde. Ondanks de minder goede vooruitzichten voor de komende kwartalen verwachten wij dat al het 'slechte nieuws' al in de huidige beurswaardering van Besi is verdisconteerd. Dat blijkt ook wel na het sterke koersherstel na bekendmaking van de tweede kwartaalcijfers en de verdere koersstijging in de verslagmaand.

Onze participaties liggen nog steeds goed op koers om onze voorspelde gewogen winstgroei van onze portefeuille van tenminste 10% dit jaar te realiseren.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2022 van 14,8 en een gewogen dividendrendement van 3,6%. De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 6,8%.

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 winstgevendende acquisities. Onze participaties liggen goed op koers om hun middellange termijn doelstellingen te realiseren of zelfs te overtreffen.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma (1977)

Fund Manager & Managing Partner



Bastiaan Rogmans (1984)

Analist



Jordi Fierlings (1994)

Analist

Amsterdam, 11 augustus 2022

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

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