



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in juni een negatief beeld zien. De AEX-Index daalde met 7,5% naar 659,2, de Amsterdam Midkap Index daalde met 10,6% naar 903,1 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 9,0% lager op 1.264,1.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juni met 9,8% van € 90,66 naar € 81,74. Over de eerste zes maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -19,8% gerealiseerd.

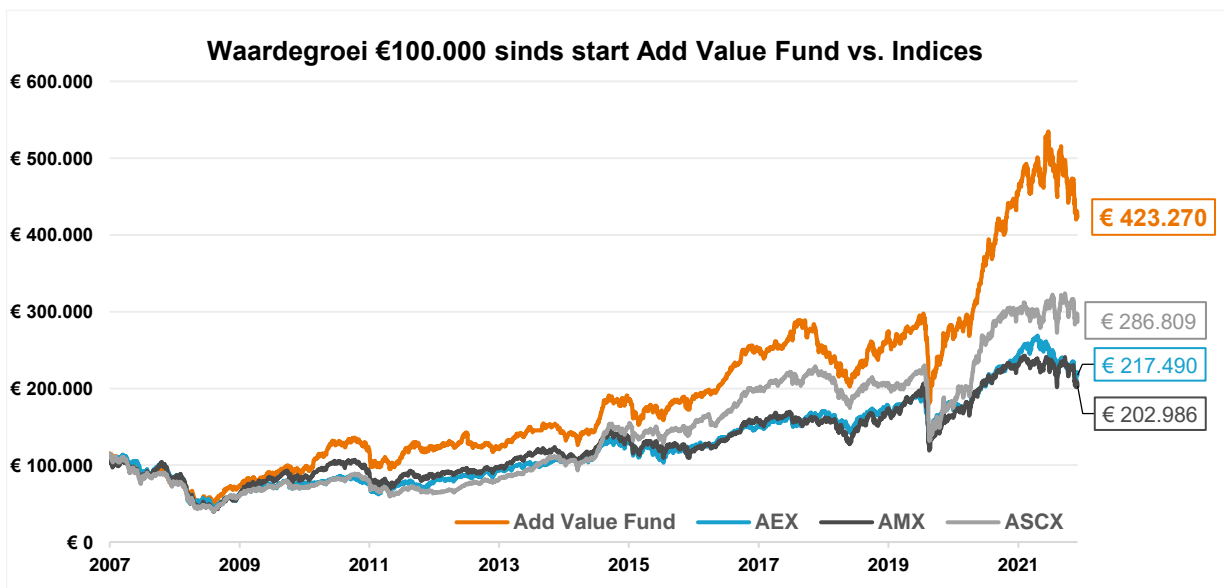
Het fondsvermogen per 30 juni 2022 bedroeg € 141,2 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 124,4 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind juni een creditsaldo en overige overlopende posten van 11,9% van het fondsvermogen.

- 1) In juni realiseerden 2 van de 12 participaties (= 17%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 3 van de 12 participaties (= 25%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Sif Holding** het best in portefeuille. De onderneming wordt geacht te profiteren van de versnelling van de energietransitie;
- 3) De zwakst presterende participatie in juni was **TKH Group**. De beurskoers daalde harder dan de markt zonder dat er bedrijfsspecifiek nieuws aan ten grondslag lag.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	14,4%	1. Sif Holding	1,2%	1. TKH Group	-20,3%
2. Flow Traders	10,6%	2. Hunter Douglas	0,3%	2. Aalberts	-19,5%
3. BE Semiconductor Ind.	10,1%	3. Nedap	-0,3%	3. BE Semiconductor Ind.	-19,5%



Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie	
Startdatum	1 februari 2007
Fondsvermogen	€ 141,2 mln
Beurskoers	€ 81,99
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 81,74
Aantal uitstaande aandelen	1.727.017
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

Rating	
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Neutral

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0	3,9
% Positieve maanden	62,4%	61,8%
% Positieve jaren	75,0%	68,8%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	68,8%	
Active share vs. AMX	80,8%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,3%	17,6%
Top-3 holdings % van totaal	35,1%	27,2%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	8,4%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,6%	
Beta (5 jaar)	0,96	
Beta (sinds begin)	0,86	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,81	0,52
Sharpe ratio (sinds begin)	0,63	0,50

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²¹	15,3	19,0
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	14,0	12,9
Dividendrendement ²⁰²¹	3,5%	3,1%
Dividendrendement ²⁰²²	3,8%	3,8%

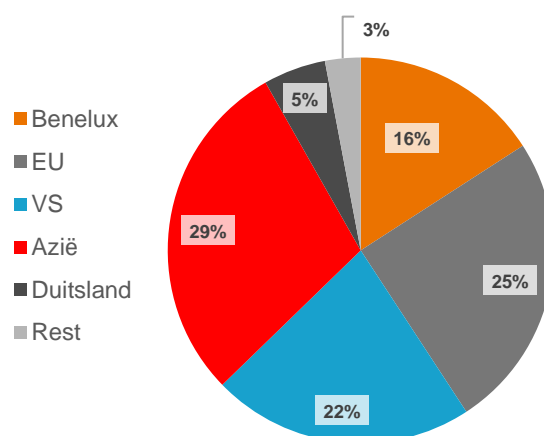
	AVF	AEX	AMX	ASCX
cum.	323,3%	117,5%	103,0%	186,8%
2022	-19,8%	-16,1%	-14,4%	-6,7%
2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
2017	26,7%	16,5%	24,7%	34,5%
2016	14,9%	13,6%	0,8%	7,5%
2015	22,0%	7,4%	12,1%	38,7%
2014	2,0%	8,7%	3,4%	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%

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	-4,9%	18,6%	11,4%	13,5%	9,8%
AMX-index	-10,4%	7,2%	5,5%	8,9%	4,7%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 30-06-2022. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	26,8%	38,4%
> € 2 miljard	18,9%	40,0%
> € 1 miljard	25,7%	20,1%
> € 500 miljoen	9,1%	1,5%
< € 500 miljoen	19,4%	0,0%

Omzetverdeling portefeuille




Portefeuille naar eindmarkt



Duurzaamheid

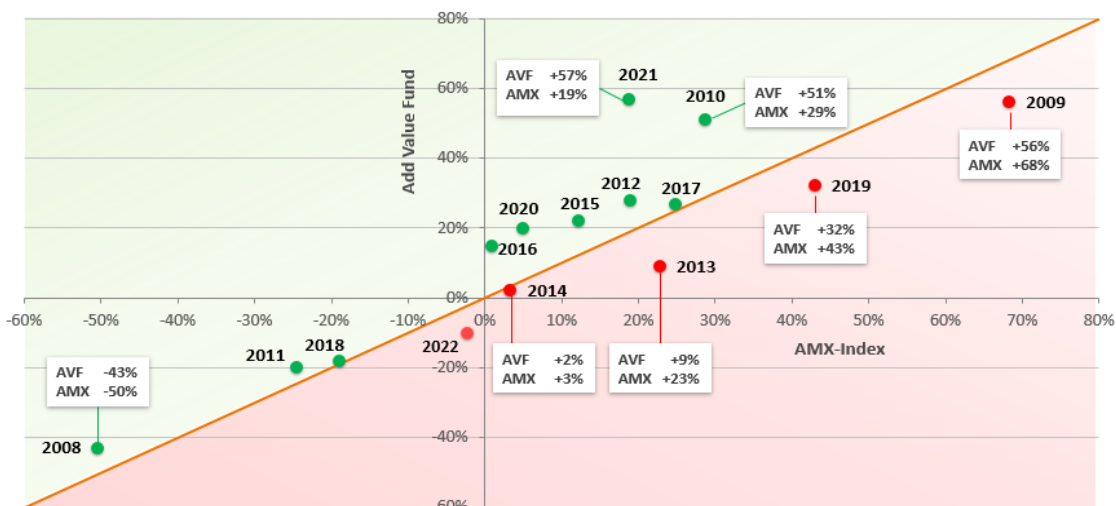
Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcap aandelen. Add Value Fund Management heeft als beleggingsinstelling de morele plicht om maatschappelijk verantwoord te opereren. Vanuit onze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



Besi – Capital Markets Day 2022

In juni hield Besi in haar onderzoek- en ontwikkelingsfaciliteit in Radfeld (Oostenrijk) haar jaarlijkse Capital Markets Day (CMD). Wij waren hier uiteraard bij aanwezig. Tijdens de CMD hebben we volop nieuwe technologische kennis opgedaan om onze investment case verder aan te scherpen. En in tegenstelling tot wat de koersontwikkeling van het aandeel dit jaar doet vermoeden, is de investment case nog (veel)krachtiger geworden.

De middag begon met een rondleiding door de fabriek, waar we verschillende Besi-machines van dichtbij konden bewonderen. We hebben onder andere de nieuwe *thermo compression bonding* machine (TCB) gezien, die klaar werd gemaakt voor het testen bij een eerste klant. Ook zagen we de nieuwe en veelbelovende door Besi ontwikkelde *hybrid bonding* machine, die vanwege de hoge mate van nauwkeurigheid in een *clean room* wordt gemaakt. Helaas mochten er vanwege concurrentiegevoelige informatie geen foto's worden genomen en ontbreekt er een selfie met de *hybrid bonding* machine in het maandbericht. Na de rondleiding werden er interessante presentaties gegeven door de CEO Richard Blickman, CTO Ruurd Boomsma en verschillende afdelingsleiders (Senior Vice Presidents).



Bron: Besi presentatie CMD 2022, links de thermo compression bonding machine en rechts de hybrid bonding machine

In dit maandbericht zullen we een aantal hoogtepunten van de CMD bespreken. Duidelijk werd dat de (middel)lange termijn groeiverwachting van Besi nog uitstekend zijn en zelfs nog verder zijn verbeterd door de verhoogde marktomvang van *hybrid bonding*.

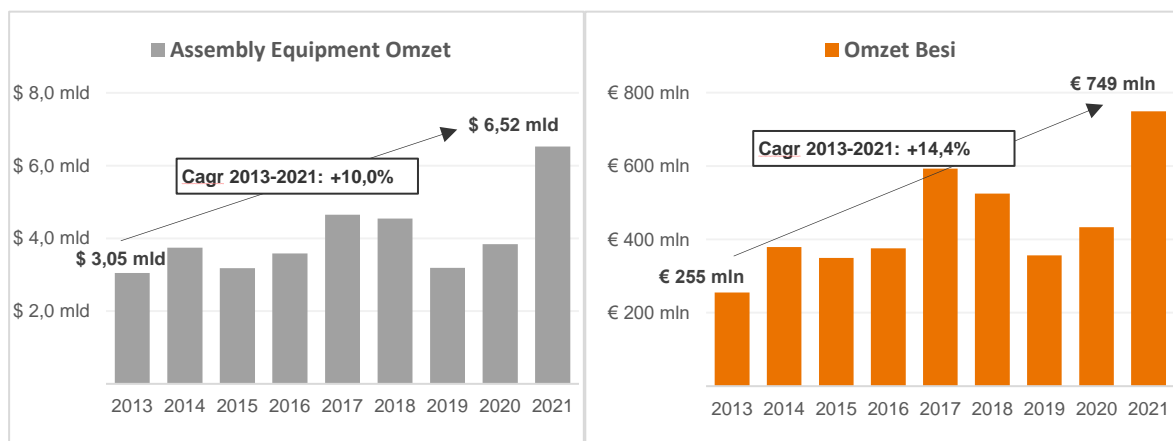
Allereerst bespreken we de markt waarin Besi actief is en met name de gunstige vooruitzichten van *advanced packaging*. Vervolgens zullen we veel aandacht besteden aan *hybrid bonding*, een nieuwe technologie waarmee microchips op een veel efficiëntere manier geassembleerd kunnen worden. In ons maandbericht van [juni](#) vorig jaar gaven we al aan dat dit weleens voor Besi de komende jaren een van de grootste drijvers van de winstgroei zou kunnen zijn. En als laatste gaan we in op de nieuwe ambitieuze groeidoelestellingen voor 2025 die het management zichzelf ten doel heeft gesteld.

De vaste lezer van onze maandberichten is welbekend met de megagroeitrends zoals 5G, Cloud computing, IoT en elektrificatie van de automobiellindustrie die de vraag naar microchips de komende jaren verder zullen gaan aanjagen (zie bijvoorbeeld [hier](#) en [hier](#)). Ondanks de oorlog in Oekraïne en de huidige economische onzekerheid met oplopende inflatie en sterk stijgende rentes, zal de chipmarkt voor 2030 ruimschoots verdubbelen naar \$ 1.000 miljard.

Hoewel minder dan voorheen, is de markt voor chipassemblagemachines waarin Besi opereert nog steeds cyclisch. Na twee jaar van forse capaciteitsuitbreidingen is het dan ook niet meer dan logisch dat dit jaar de groei wat lager ligt dan de afgelopen jaren. Besi liet haar omzet in 2020 en 2021 significant groeien met respectievelijk 22% en 73%, terwijl de markt een groei van 21% en 70% liet zien. Een lichte *outperformance* ten opzichte van de markt, een trend die ook over een langere periode zichtbaar is zoals in de grafiek hieronder te zien is. Besi heeft deze *outperformance* weten te behalen door te focussen op de meest aantrekkelijke klanten en door actief te zijn in het deel van de markt die het hardst groeit (*advanced packaging*). Daarbij weet Besi *best-in-class* machines te

ontwikkelen (precisie, snelheid en productiviteit) tegen de laagste totale gebruikskosten, ofwel *Total Cost of Ownership* (TCO). Daarnaast moeten de machines betrouwbaar zijn en snel geleverd kunnen worden.

Omzet Besi groeit harder dan de markt



Bron: Besi CMD 2022 en TechnSights

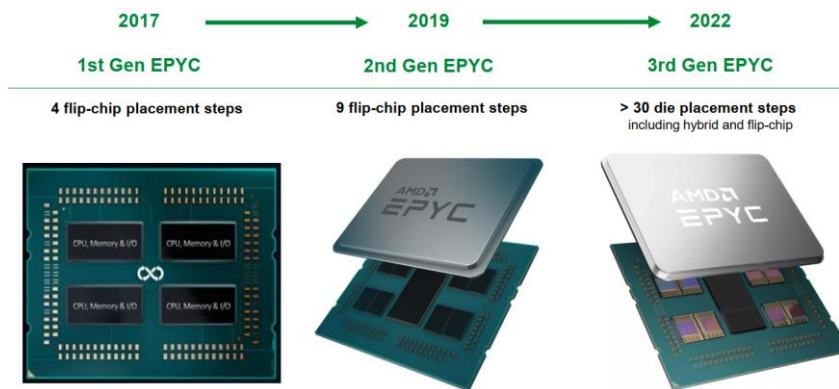
Het belang van advanced packaging wordt steeds relevanter

De markt voor *advanced packaging* omhelst de machines die gebruikt worden om microchips dichtbij elkaar of zelfs op elkaar te plaatsen. Er is dus een hoge mate van precisie nodig voor dit assemblageproces. De machines moeten in staat zijn om met een precisie van minder dan 7 micron (7.000 nanometer) microchips te assembleren en zijn onmisbaar voor *high end* microchips. Besi focust zich met name op deze groeiemarkt en is wereldmarktleider in *Advanced Die Placement* met een marktaandeel van maar liefst 75%. Deze markt was in 2021 \$ 400 miljoen groot (6% van de totale *assembly equipment* markt). *Hybrid bonding*, de meest geavanceerde chipassemblagetechniek, moet deze markt in de nabije toekomst naar een nog grotere omvang brengen. Er zijn namelijk een aantal duidelijke trends zichtbaar in de halfgeleiderindustrie die het belang van *advanced packaging* steeds relevanter maken.

De limiet van *Moore's law* – steeds kleinere, krachtigere en energiezuinigere microchips – lijkt steeds dichterbij te komen. Hoewel het aantal transistoren per microchip nog steeds iedere twee jaar verdubbelt, neemt de prestatiewinst die daarmee gepaard gaat minder hard toe. Daarnaast stijgen de kosten van het verder verkleinen van microchips exponentieel. Dit terwijl de vraag naar nog krachtigere chips alleen maar verder toeneemt dankzij de welbekende megagroetrends.

Chipproducenten en chipontwerpers kijken hierdoor steeds meer naar andere methodes om microchips nog efficiënter te maken. Naast meer transistoren in een microchip te plaatsen (*Moore's law*) kan men ook de efficiëntie van het systeem (verschillende microchips bij elkaar) verbeteren, ook wel '*More than Moore*' genoemd. Elektronica bevat namelijk verschillende microchips die met elkaar moeten communiceren, zoals bijvoorbeeld rekenchips (CPU) en geheugenchips (DRAM). In het verleden werden de verschillende microchips op een printplaat (*print circuit board*) geplaatst om zo met elkaar in verbinding te komen. De wereld van Besi draait om het maken van deze verbindingen. Hoe meer en korter de verbindingen zijn des te sneller de microchips met elkaar kunnen communiceren. Verschillende microchips kunnen dus efficiënter worden gemaakt door ze dicht bij elkaar in een 'pakketje' te plaatsen. Voor dit proces zijn geavanceerde assemblagemachines nodig die zeer accuraat moeten zijn, zoals de *thermo compression bonding*- of *flip-chip* machines van Besi.

Door nieuwe chipontwerpen neemt het aantal assemblagestappen significant toe. Onderstaand plaatje laat een mooi overzicht zien van de laatste drie generaties datacenter microchips van AMD waarbij het aantal assemblagestappen is toegenomen van vier in 2017 naar meer dan 30 in 2022.



Bron: Besi CMD presentatie 2022

Chipproducenten zoals TSMC, Samsung en Intel zien dan ook steeds meer in dat *advanced packaging* een belangrijk onderdeel is van de oplossing om nóg efficiëntere microchips te kunnen produceren. De onmisbare schakel en technologie die dit mogelijk maakt is *hybrid bonding*.

Besi is voorloper en marktleider in hybrid bonding

Deze verbindingstechnologie maakt het mogelijk om verschillende microchips met elkaar te verbinden en te stapelen in een pakket zonder dat er ruimte tussen de microchips zit. Een directe koperverbinding maakt het mogelijk om de microchips als het ware aan elkaar te plakken. Dit zorgt ervoor dat microchips dichter bij elkaar geplaatst kunnen worden met meer verbindingen. Meer en kortere verbindingen betekent dat microchips meer en sneller data kunnen versturen en energiezuiniger worden. Voor geavanceerde microchips is dit van essentieel belang, aangezien ze met de grotere rekenkracht steeds meer signalen produceren.

Besi is al zeven jaar geleden begonnen met het ontwikkelen van een *hybrid bonding* machine voor een toonaangevende klant. Daarnaast is Besi in 2020 een onderzoek- en ontwikkelingssamenwerking aangegaan met *front-end* chipmachineproducent Applied Materials (beurswaarde \$ 78 miljard). Als eerste toetreders tot deze nieuwe markt heeft Besi een belangrijke concurrentievoorsprong opgebouwd. De *hybrid bonding* machine van Besi is sneller (~2.000 chips per uur, uph) en nauwkeuriger (onder de 150 nanometer/ 0,15 micron precisie) dan van de concurrenten.

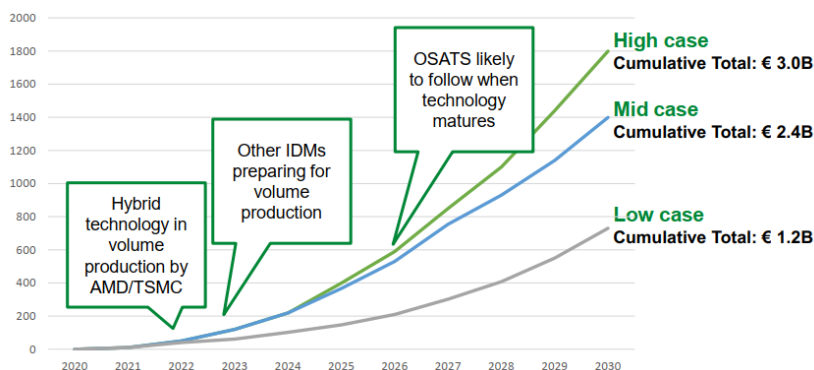
Besi is dan ook de eerste chipmachinefabrikant die *hybrid bonding* machines bij een klant heeft staan die gebruikt worden voor volumeproductie van microchips. De met *hybrid bonding* geproduceerde EPYC Milan-X processor (waar we in het maandbericht van vorig jaar oktober al over berichtte), ontworpen door AMD en geproduceerd door TSMC, heeft veel positieve *feedback* ontvangen. De betere microchipprestaties zijn dankzij *hybrid bonding* vergelijkbaar met de stap naar een nieuwe generatie microchip geometrie (van 7nm naar 5nm bijvoorbeeld), echter tegen lagere kosten. AMD heeft ondertussen al de opvolger van de Milan-X voor 2023 aangekondigd, de EPYC Genoa-X.

De Genoa-X is gebaseerd op de 5nm node van TSMC (versus de 7nm node voor de Milan-X) en heeft dus meer transistoren in de microchip. Krachtigere microchips vereisen nog preciezere *hybrid bonding* machines. Daarom is Besi al bezig met het ontwikkelen van een tweede generatie *hybrid bonding* machine. Deze nieuwe machine moet de microchip met een nauwkeurigheid van minder dan 100nm kunnen plaatsen.

“De vraag is niet of maar wanneer Hybrid Bonding door alle chipproducenten op grote schaal gebruikt gaat worden”

Hybrid bonding heeft zich dus bewezen in de echte wereld met de Milan-X processor. Alle grote chipfabrikanten en ontwerpers zijn dan ook bezig om deze nieuwe technologie toe te passen in hun productieproces. Besi is als *first mover* en marktleider in gesprek met alle belangrijke spelers in de markt. Het heeft naast de machines die bij TSMC staan voor de productie van de Milan-X, ook testmachines staan bij andere klanten voor reken- en geheugenchips. De marktpenetratie van *hybrid bonding* ontwikkelt zich dan ook boven verwachting van het management. De schattingen die het management in juni 2020 heeft gemaakt voor de *hybrid bonding* markt zijn dan ook tijdens de

CMD verhoogd. Waar het management in 2020 nog uitging van een *best case* scenario van € 2,0 miljard cumulatieve omzet in 2030 is dat nu verhoogd naar € 3,0 miljard cumulatief en ligt de *base case* met € 2,4 miljard hier niet ver onder.



Bron: Besi CMD presentatie 2022

Naast de mooie groeivoorzichten is het verdienmodel achter de *hybrid bonding* machine ook zeer aantrekkelijk. De machines zijn circa vier keer duurder (€ 2 mln per stuk) dan de gemiddelde verkoopprijs van een complexe Besi-machine. Daarnaast zijn er meer machines nodig om dezelfde productiviteit te bereiken omdat het productieproces zeer complex en langzamer is. De kapitaalintensiteit van de productie wordt dus duidelijk hoger, wat goed is voor Besi. En deze trend zal de komende jaren doorzetten. De nieuwe generatie *hybrid bonding* machines moeten nog preciezer zijn, waardoor de complexiteit toeneemt en de snelheid afneemt. Dus nog meer machines en naar verwachting zullen deze machines in prijs verdubbelen (€ 3 tot € 4 mln per stuk) ten opzichte van de 'oude' generatie machines. Met de komst van *hybrid bonding* technologie zal het belang van Besi in het hele assemblageproductieproces verder toenemen. Daarnaast speelt de *joint venture* met een van de grootste chipmachinefabrikanten in de wereld, het Amerikaanse Applied Materials, een belangrijke rol voor de doorontwikkeling en verkoop van de *hybrid bonding* machines.

Tot slot is het belangrijk dat *hybrid bonding* geen vervanger is van *thermo compression bonding* of *flip-chip*. De verschillende technologieën zullen naast elkaar blijven bestaan. Sterker nog, het is niet ondenkbaar dat *hybrid bonding*, vanwege toenemende assemblagestappen, juist de vraag naar andere minder complexe chipmachines zal stimuleren.

Ambitieuze doelstellingen: op weg naar ruim € 1 miljard omzet in 2025

Besi maakt binnen haar productportefeuille onderscheid tussen *Engine 1* en *Engine 2*. *Hybrid bonding* valt onder *Engine 2*, evenals de nieuwste generatie assemblagemachines. *Engine 1* omhelst de bestaande machines. Deze worden overigens nog steeds doorontwikkeld om sneller en preciezer te zijn om zo de *Total Cost of Ownership* (TCO) voor klanten te verlagen. De oude omzetdoelstelling van € 800 miljoen is in het eerste kwartaal van 2022 (€ 808 mln over de laatste twaalf maanden) nagenoeg behaald met *Engine 1*. Het management verwacht dat deze omzet door kan groeien naar € 1 miljard in 2025. Voor *Engine 2* verwacht het management een omzet van "+++" waarbij wij vanuit gaan dat ieder plusteken circa honderd miljoen aan omzet oplevert, ofwel € 300 mln. De nieuwe financiële doelstellingen voor 2025 die tijdens de CMD bekend zijn gemaakt zijn als volgt:

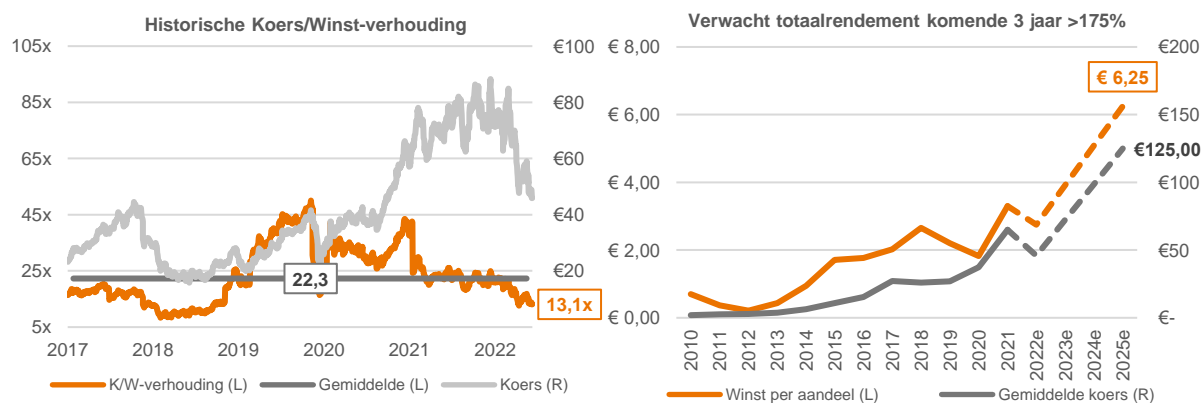
- € 1 miljard +++ omzet (was € 1 miljard)
- Brutowinstmarge van 58 - 62% (was 57 - 62%)
- Nettowinstmarge van 35 - 40+% (was 30 - 35%)

Een mooie verhoging van de doelstellingen ten opzichte van vorig jaar. De sneller dan verwachte ontwikkeling van de *hybrid bonding* markt en de hogere verkoopprijzen spelen hierbij waarschijnlijk een grote rol. De drie plusjes zijn niet gekwantificeerd door het management, maar zoals gezegd schatten wij in dat dit om circa € 300 miljoen omzet gaat en afhankelijk is van hoe snel de *hybrid bonding* markt zich verder ontwikkelt.

Waardering is na scherpe koersdaling zeer attractief

Met een door analisten verwachte winst per aandeel van circa € 3,50 noteert Besi op dit moment tegen een K/W-verhouding van 13,1. In onderstaande grafiek is te zien dat de gemiddelde K/W-verhouding over de afgelopen vijf jaar op 22,3x de winst lag. De scherpe koersdaling (> 50%) van de afgelopen maanden laat zien dat beleggers ervan uit lijken te gaan dat de halfgeleiderindustrie zich momenteel op een cyclische piek bevindt en dat de winst van Besi de komende kwartalen naar verwachting zal gaan dalen. Dat is zeker geen ondenkbaar scenario en een vergelijking met 2018 is dan snel gemaakt, toen lag de waardering namelijk ook rond dit niveau. Echter, beleggen is vooruitkijken. Vanwege de goede vooruitzichten voor de nieuwe *hybrid bonding* markt en de daarmee gepaard gaande hogere winstgevendheid en lagere cycliciteit, vinden wij een hogere waardering op termijn gerechtvaardigd. Daarnaast staat Besi er anno 2022 in alle opzichten veel beter voor en zullen de nog hogere nettowinstmarges een *re-rating* van het aandeel verder ondersteunen.

Wanneer wij de 2025 doelstellingen doorrekenen komen we uit op een winst per aandeel van circa € 6,25 (€ 1,3 miljard omzet en € 500 mln nettowinst). Een K/W-verhouding van 20 keer, vanwege de gestegen rentevoet 10% lager dan het 5-jaars gemiddelde, levert dan een waarde per aandeel op van € 125,-. Ofwel een opwaarts koerspotentieel van maar liefst 178%. Daarnaast keert Besi bijna 100% van de nettowinst uit aan haar aandeelhouders in de vorm van een contant dividend. Op basis van onze verwachte winst per aandeel 2022 van circa € 2,75 (dus fors lager dan de analistenconsensus van € 3,50) levert dat tegen de huidige beurskoers van € 45,87 een zeer aantrekkelijk dividendrendement op van 6%.



Conclusie: Besi is goed gepositioneerd voor verdere groei

Besi is marktleider en actief in een nichemarkt die harder groeit dan de economie waarbij de onderneming harder weet te groeien dan het marktgemiddelde. De wereldwijd opererende *high-tech* onderneming uit Duiven focust zich met name op winstmarge en laat zich niet afleiden door marktaandeel en het eventueel acquireren van minder winstgevendende omzet. Daarnaast is de onderneming een belangrijke ontwikkelpartner van aantrekkelijke klanten die leiders in de industrie zijn zoals bijvoorbeeld Apple, AMD, Intel en TSMC. Dankzij een sterke focus op *advanced packaging* en de juiste strategische keuzes heeft Besi de afgelopen jaren een sterk financieel *track record* opgebouwd dat als *best-in-class* kan worden beschouwd. De toekomst ziet er dan ook veelbelovend uit voor Besi. *Advanced packaging* wordt steeds belangrijker om de prestaties van microchips te verbeteren en Besi is daarin de absolute marktleider. Dankzij de geavanceerde machines van Besi kunnen er steeds krachtigere en energiezuinigere microchips worden geproduceerd.

Wij hebben de sterke overtuiging dat Besi haar doelstellingen in 2025 zal weten te realiseren of zelfs te overtreffen. Dat de onderneming iedere dag eigen aandelen inkoopst en schuldenvrij is, sterkt onze gedachte in deze onzekere economische tijd. En een dividendrendement van 6% op je belegging krijg je ook niet overal.

Vooruitzichten

De aanhoudende hoge inflatiecijfers in de verslagmaand, met name in Amerika (mei: 8,6%), zorgde voor een verkoopgolf op de wereldwijde aandelenmarkten. Ook de obligatiemarkten kregen rake klappen nadat de rentes naar nieuwe hoogtes stegen. Zowel aandelen- als obligatiebeleggers kende de slechtste eerste zes maanden sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw. Het komt zelden voor dat beide en nagenoeg alle andere beleggingscategorieën tegelijkertijd een negatief rendement behaalde.

Nu de gastoevoer naar Europa door Rusland verder wordt afgeknepen, stijgen de gasprijzen naar nieuwe recordhoogtes en is het aannemelijk dat Europa, en met name Duitsland en Italië, daarvan de negatieve economische consequenties van zullen ondervinden. In hoeverre de bedrijfswinsten daardoor worden aangetast is nu nog onduidelijk en lastig in te schatten. De onzekerheid omtrent de energiecrisis en recessieangst houdt in ieder geval de financiële markten voorlopig in hun greep. De economische groeivertraging zorgt er wel voor dat de olieprijs sinds de piek medio juni met 20% is gedaald en dat de obligatierentes sindsdien ook fors lager staan. Mocht dit aanhouden, dan zal dit op termijn enige verlichting brengen voor de inflatiecijfers en aandelenwaarderingen.

Ondanks de sterk gedaalde beurskoersen van onze participaties, met name chipmachinefabrikanten ASMI en Besi, kijken wij met vertrouwen uit naar de tweedekwartaalcijfers (vanaf 20 juli) en de vooruitzichten. Omdat nagenoeg al onze participaties profiteren van de huidige technologie- en energietransitie, verwachten wij nog steeds dat zeven van de 12 participaties, met een gezamenlijke portefeuilleweging van 65%, dit jaar recordresultaten zullen realiseren. Recordhoge orderboeken en een sterke marktpositie ondersteunen ons vertrouwen.

Alleen Besi is tot nu toe de enige participatie in portefeuille, zoals u uitgebreid in dit maandbericht kunt lezen, waarvan wij verwachten dat de nettowinst in 2022 lager zal uitkomen dan het recordjaar 2021.

Op basis van onze laatste inzichten gaan wij vooralsnog ervan uit dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2022 5% tot 10% zal bedragen.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2022 van 14,0 en een gewogen dividendrendement van 3,8%. De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 7,1%.

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, 12 juli 2022

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

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