

<b>NAV:</b> € 81,05	<b>AuM:</b> € 137.263.607	<b>MTD:</b> +5,82%	<b>YTD:</b> -20,52%
------------------------	------------------------------	-----------------------	------------------------



**Maandbericht**

De Nederlandse aandelenmarkt liet in november een positief beeld zien. De AEX-Index steeg met 8,3% naar 724,1, de Amsterdam Midkap Index steeg met 4,5% naar 949,2 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 4,1% hoger op 1.237,2.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in november met 5,8% van € 76,59 naar € 81,05. Over de eerste elf maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -20,5% gerealiseerd.

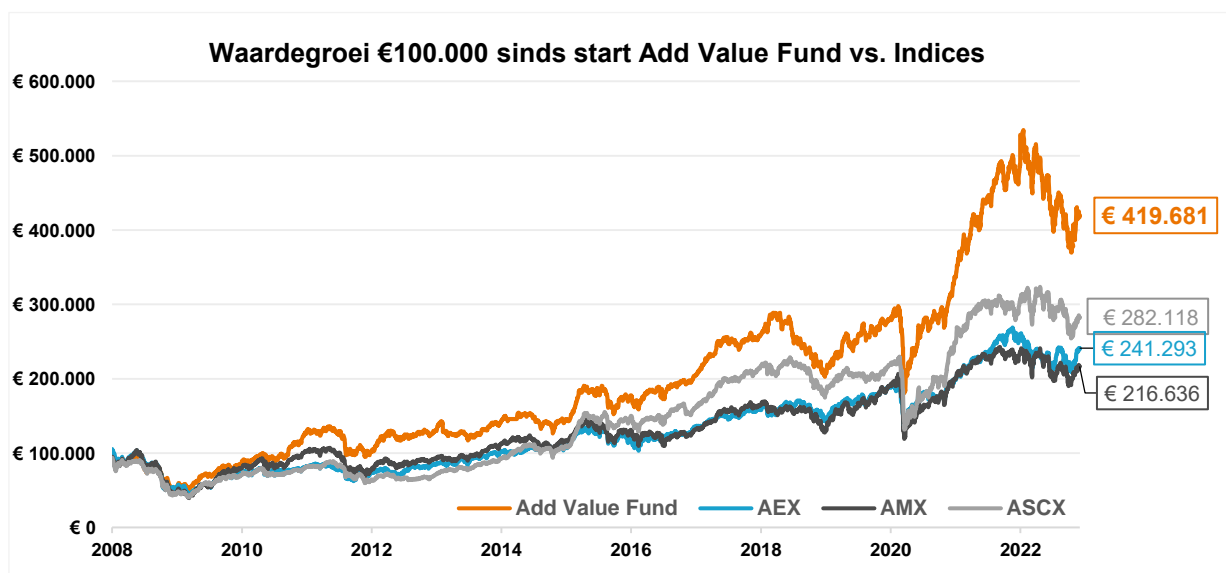
Het fondsvermogen per 30 november 2022 bedroeg € 137,3 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 125,6 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind november een creditsaldo en overige overlopende posten van 8,5% van het fondsvermogen.

- 1) In november realiseerden 10 van de 11 participaties (= 91%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden geen van de 11 participaties (= 0%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerden **Besi en ASMI** met koersstijgingen van ruim 15% het best in portefeuille. De dalende rente zorgde voor hogere beurskoersen van de chipbedrijven;
- 3) De zwakst presterende participatie in november was **Flow Traders**. Onrust op de cryptomarkt zorgde voor koersdruk deze maand. Flow Traders maakte bekend dat de blootstelling aan het omgevallen cryptoplatform FTX niet materieel is dankzij een sterk en strict risicomanagement beleid.

**Rendement**



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	18,9%	1. BE Semiconductor Ind.	17,2%	1. Flow Traders	-9,0%
2. BE Semiconductor Ind.	13,7%	2. ASM International	15,2%	2. Nedap	0,2%
3. Flow Traders	9,7%	3. Sif Holding	11,8%	3. Basic-Fit	0,5%



## Terugblik 2022 en vooruitzichten 2023

Nu het bewogen beursjaar er bijna op zit en de derdekwaartaalcijfers van al onze participaties bekend zijn is het een goed moment om de balans op te maken of onze winstgroeiervwachtingen over 2022 zijn uitgekomen.

We kunnen met een grote mate van zekerheid stellen dat de gewogen winstgroei dit jaar onze verwachtingen ruimschoots gaat overtreffen. Ondanks een hogere winstgroei en veelal recordwinsten (60% portefeuilleweging), heeft zich dit echter vooralsnog niet vertaald in hogere beurskoersen.

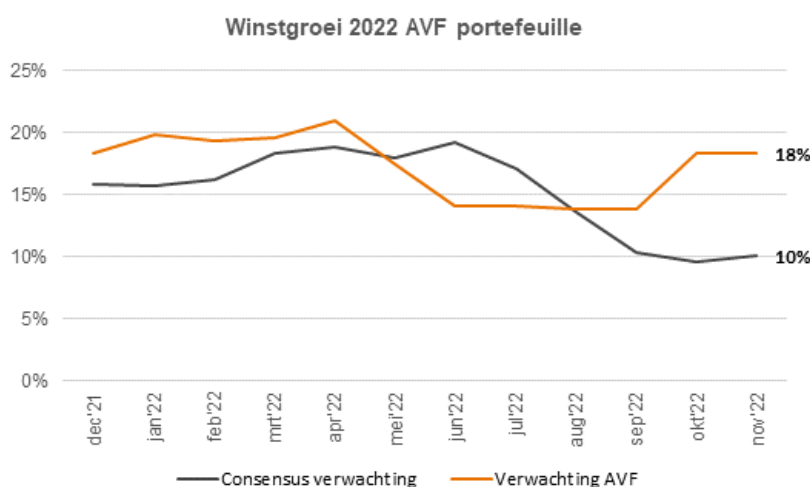
Hoewel winstgroei zich op de lange termijn vertaalt in koersgroei (zie [maandbericht september](#)), geldt dat soms niet voor de korte termijn. Naast winstgroei bepalen namelijk ook rente en beursstemming het rendement.

Beleggingsjaar 2022 wordt voornamelijk gekenmerkt door de grootste rentestijging sinds de jaren 80 van de vorige eeuw, de oorlog in Oekraïne en wereldwijde geopolitieke spanningen. Hierdoor zijn ondanks stijgende bedrijfswinsten aandelenwaarderingen gedaald.

In dit maandbericht zullen wij allereerst dieper in gaan op de gerealiseerde bedrijfswinsten van 2022 en vervolgens onze winstgroeiervwachtingen voor volgend jaar bespreken.

### Winstgroei 2022 overtreft ruimschoots onze verwachtingen

In ons maandbericht december 2021 schreven wij het volgende: “Vooralsnog gaan wij ervan uit dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2022 tenminste 10% zal bedragen”. Deze uitspraak was nog voor de oorlog in Oekraïne, tekorten in de toeleveringsketen en de hoogste inflatie in de afgelopen 40 jaar. Ondanks deze tegenslagen zullen onze participaties naar verwachting een verwachte gewogen winstgroei van circa 18% in 2022 realiseren en onze winstgroei taxatie van tenminste 10% ruimschoots overtreffen. In onderstaande grafiek hebben we onze winstgroeiervwachtingen en die van analisten (consensus) gedurende het jaar weergegeven.



Bron: Refinitiv en berekening Add Value Fund

Bovenstaande grafiek laat zien dat wij naar aanleiding van de eerstekwaartaalcijfers van onze participaties onze verwachte winstgroei voor het gehele jaar hebben verlaagd. Hoewel de meeste participaties voldeden, of zelfs boven verwachting presteerden, verlaagden wij al vroeg in het jaar onze winstverwachting voor chipmachinefabrikant Besi. De *back-end* chipindustrie begon halverwege het jaar aan een klassieke *downcycle* door afnemende smartphoneverkoop en hogere chipvoorraden. Met name geheugenchipproducenten verlaagde de investeringsbudgetten voor nieuwe chipmachines fors. Dankzij een flexibel en schaalbaar bedrijfsmodel wist Besi echter haar hoge nettowinstmarges (> 35%) goed op peil te houden, waardoor wij na de derdekwaartaalcijfers onze winstverwachting weer licht naar boven hebben bijgesteld.

Ondanks de korte termijn winstdaling en onzekerheden zijn de middellange termijn winstgroeivooruitzichten voor deze unieke technologieonderneming en wereldmarktleider nog altijd intact. Besi is met haar leidende positie in onder andere *hybrid bonding* chipmachines uitstekend gepositioneerd om te profiteren van de volgende *upcycle* die naar verwachting vanaf de tweede helft 2023 zal beginnen.

In tegenstelling tot Besi hebben wij gedurende het jaar onze winstgroeiexpectaties voor onze grootste participatie, chipmachinefabrikant ASMI, juist moeten verhogen. ASMI is actief in de *front-end* van de halfgeleiderindustrie en is minder afhankelijk van capaciteitsuitbreiding en expansieplannen van geheugenchipproducenten. ASMI profiteert met haar leidende marktpositie in ALD-chipmachines sterk van de technologietransitie, met name van rekenchipproducenten, naar steeds kleinere en energiezuinigere microchips. De innovatieve en hoogtechnologische onderneming ligt goed op koers om voor het zesde jaar op rij recordresultaten te realiseren in 2022.

Niet alleen de chipmachinefabrikanten zorgden ervoor dat we onze winstgroeiexpectaties na de derdekwartalcijfers verhoogden. Ook de record derdekwartalcijfers van *fintech* onderneming Flow Traders droegen hieraan bij. Analisten hebben hun verwachtingen voor de onderneming echter nog niet naar boven bijgesteld, dit verklaart grotendeels het verschil tussen onze gewogen winstgroeiexpectatie van onze portefeuille van 18% en de 10% die analisten verwachten.

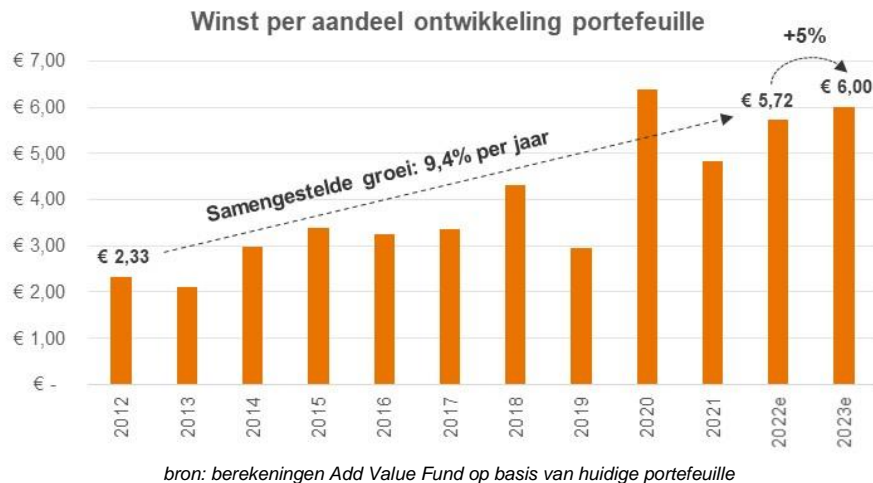
Behalve bij Besi hebben we ook de winstgroeiexpectaties voor onze kleinste participaties, funderingsspecialist Sif en sportschoolketen Basic-Fit, tussentijds neerwaarts bijgesteld. Alle overige participaties voldeden gedurende het jaar aan onze winstgroeiexpectaties. Ondanks de uitdagende macro-economische omstandigheden presteerden onze participaties in portefeuille uitstekend. Naar verwachting zal circa 60% portefeuillemening wederom recordresultaten realiseren in 2022. Basic-Fit was de enige participatie die ons negatief verraste na de derdekwartalcijfers, ondanks een record brutobedrijfsresultaat. In ons [vorige maandbericht](#) hebben we via een diepgaande analyse toegelicht waarom wij ons belang in de grootste Europese *value-for-money* fitnessketen fors hebben uitgebreid.

### *Ondanks recessievrees verwachten wij winstgroei in 2023*

Onze participaties zijn uiteraard niet immuun voor een eventuele recessie, maar de recordorderboeken bij de industriële technologieondernemingen Aalberts en TKH en bij elektrische busfabrikant Ebusco en ASMI geven ons vertrouwen voor het winstgroei-potentieel in 2023. Tevens hebben een groot aantal participaties een voorspelbaar en wederkerend omzetkarakter in de vorm van abonnementen, software-, onderhoud- en servicediensten die minder economisch gevoelig zijn. Daarnaast profiteren alle participaties van de versnelling en extra investeringen in de energie- en technologietransitie.

De huidige economische neergang zorgt er wel voor dat we conservatief zijn met onze winstgroeiexpectaties voor 2023. Vooralsnog gaan wij ervan uit, onvoorziene omstandigheden daargelaten, dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2023 tenminste 5% zal bedragen.

Onderstaande grafiek laat zien hoe de winst per aandeel van onze portefeuille zich de afgelopen 10-jaar en door alle economische cycli heeft ontwikkeld. Onze verwachte gewogen winstgroei van de portefeuille voor 2023 van 5% ligt beduidend onder het historische gemiddelde van bijna 10% per jaar. Analisten zijn voor volgend jaar iets positiever ten aanzien van de winstverwachtingen van onze participaties, zij verwachten een winstgroei van 7,5%. Voor 2024 verwachten de analisten zelfs een verwachte winstgroei van 20%. Hieruit kunnen we concluderen dat analisten, net als wij, van mening zijn dat de middellange termijn winstgroeivooruitzichten voor onze participaties nog altijd zeer positief zijn.



### Orderboeken op recordhoogte

Veel van onze participaties beschikken anno 2022 over recordorderboeken. De omvang, kwaliteit en looptijd geeft ons de komende kwartalen goede voorspelbaarheid voor de omzet- en winstontwikkeling. ASMI lichten we hier in het bijzonder uit. Het orderboek van deze hoogtechnologische en innovatieve chipmachinefabrikant lag ultimo september op € 1,5 miljard, een nieuw record. Dit komt neer op ongeveer drie kwartalen aan omzet uit chipmachines, normaliter heeft ASMI iets meer dan een kwartaal aan omzet in het orderboek. Tekorten in de toeleveringsketen en een sterk toenemende vraag naar geavanceerde ALD-chipmachines hebben echter de doorlooptijden behoorlijk doen stijgen.

ASMI rapporteerde over het derde kwartaal dan ook uitstekende resultaten. Deze werden echter overschaduwd door de kort daarvoor bekendgemaakte Amerikaanse exportrestricties voor China en de negatieve impact daarvan op met name de Chinese orders in het orderboek. De onderneming sprak de verwachting uit dat deze restricties een negatieve impact van 6% op de totale omzet zouden hebben en besloot tevens een groot deel van de Chinese orders uit het orderboek te halen. Deze beslissing kwam in eerste instantie wat conservatief op ons over. Voor ons was het dan ook niet geheel verrassend dat ASMI een maand later met het bericht kwam dat de verwachte impact van de restricties op de gehele groepsomzet van de onderneming beperkt bleef tot slechts 3%.

Mede dankzij een overvol orderboek, goede vooruitzichten en de extra winst van het recent geacquireerde LPE, verwachten wij ook voor volgend jaar een mooie winstgroei en wederom recordresultaten.

### Weinig directe exposure naar de consumentenmarkt maakt onze participaties minder kwetsbaar

Al onze participaties zijn actief in de *business-to-business* markt, met uitzondering van Basic-Fit. De sportschoolketen is dan ook direct blootgesteld aan het uitgavenpatroon van de consument. Fors hogere energieprijzen treffen het lagere inkomenssegment buitenproportioneel, traditioneel is deze inkomensgroep de grootste klantenkring. Wij houden bij de nieuwe ledenaanwas dan ook rekening met een afzwakking van de ledengroei na een sterke groei over de eerste zes maanden van dit jaar.

Echter, wij verwachten ook een positief effect van consumenten die hun duurdere sportschoolabonnement omzetten naar een goedkopere Basic-Fit abonnement. Daarnaast blijft de onderneming nieuwe sportscholen openen en liggen de clubs die voor corona geopend zijn, 770 in totaal, begin volgend jaar op een gelijk gemiddeld winstniveau als de circa 400 volwassen clubs in 2019. Met deze sterkere basis zal Basic-Fit ook volgend jaar een mooie omzet- en winstgroei laten zien.

Het wederkerende karakter van de omzet van Basic-Fit, een sportschoolabonnement duurt minimaal een jaar en wordt iedere maand automatisch afgeschreven, zorgt voor een voorspelbare en stabiele kasstroom waaruit de onderneming haar sterke groei kan voortzetten.

### Wederkerende en voorspelbare omzet zorgt voor sterke onderstroom

Naast Basic-Fit zijn er in onze portefeuille verschillende participaties waarbij een (groot) deel van de omzet een wederkerend karakter heeft. Chipmachinefabrikanten ASMI en Besi behalen bijvoorbeeld circa 20% van hun omzet uit onderhoud van bestaande chipmachines en de verkoop van reserveonderdelen. Dit is essentieel om de chipproductie draaiende te houden. Iedere nieuwe chipmachine vergroot de geïnstalleerde basis en daarmee neemt de wederkerende omzet ook steeds verder toe.

Ditzelfde principe geldt voor de bandenbouwmachines die TKH Group verkoopt via dochteronderneming VMI. VMI is de absolute wereldmarktleider in het maken van *hands-off, eyes-off* bandenbouwmachines en circa 15% van haar omzet heeft een wederkerend karakter. Het orderboek van VMI staat momenteel met ruim € 400 mln op een recordhoogte, wat gelijk staat aan ruim een jaar omzet. VMI maakt onderdeel uit van het *smart manufacturing* segment (27% van groepsomzet TKH) en is hierbinnen verreweg het grootste onderdeel.

Binnen Nedap zorgen de softwareoplossingen voor de gezondheidszorg voor sterk groeiende en winstgevende wederkerende omzet. Met Ons® is de *hightech* onderneming marktleider in Nederland voor de ouderenzorg en timmert het hard aan de weg in de geestelijke gezondheidszorg. Onderstaande tabel laat zien dat de bijdrage van deze wederkerende omzet steeds belangrijker wordt voor de groepsomzet. Deze omzet is van een hogere kwaliteit en zorgt voor een stabiele basis.

#### Sterk groeiende en winstgevende wederkerende omzet Nedap

Bedragen in € miljoen	2018	2019	2020	2021	2022E	2025E	CAGR(E) '20-'25
Omzet	191,4	191,5	189,9	207	223	275	+7,5%
Wederkerende omzet	37,2	44,6	50,7	58,5	68,0	93	+13%
Percentage	19%	23%	27%	28%	30%	34%	

Bron: Jaarverslagen Nedap en taxaties Add Value Fund

### Energiecrisis versnelt energietransitie en jaagt investeringen aan

Tot slot hebben een aantal van onze participaties stuk voor stuk leidende marktposities in niches die profiteren van de energietransitie. Deze transitie vergt enorme investeringen in hernieuwbare energie en in het energienetwerk. Ook moet er efficiënter en slimmer worden omgegaan met energie. De Nederlandse overheid heeft zichzelf als doelstelling gesteld om alle woningen met een energielabel van E of lager (ongeveer 1,5 mln woningen in Nederland) verduurzaamd te krijgen. In onze portefeuille is Aalberts uitstekend gepositioneerd om van deze duurzaamheidstransitie te profiteren. Aalberts behaalt namelijk circa 60% van haar groepsomzet uit de eindmarkt '*eco-friendly buildings*' waarvan circa 70% bestaat uit onderhoud en renovatie. Ook onze participatie Sif, de grootste funderingsfabrikant voor windmolens op zee, profiteert de komende jaren sterk van Europese overheidsplannen om het geïnstalleerd vermogen windenergie op de Noordzee significant te verhogen. Van deze investeringsgolf zullen ook de kabelactiviteiten van TKH Group, zowel op land als op zee, zijn vruchten plukken. De orderboeken van zowel Sif, als de kabelactiviteiten van TKH, zitten de komende jaren bomvol.

### Conclusie

Het mag duidelijk zijn dat de recordorderboeken, wederkerende omzet en onderliggende megagroei trends onze participaties in portefeuille voldoende ruggensteun geven om onze gewogen verwachte winstgroei van tenminste 5% in 2023 waar te maken. Eventuele winstgevende overnames kunnen de winstgroei versterken en zijn niet in onze aannames meegenomen.

Gezien de forse koersdalingen lijkt het erop dat aandelenbeurzen dit jaar al een flink voorschot hebben genomen op een eventuele winststijging. Wij zijn er echter van overtuigd dat onze participaties ook onder uitdagende marktomstandigheden en een eventuele recessie goed zullen blijven presteren. Hun innovatiekracht, concurrentievermogen en financiële slagkracht is immers in 2022 alleen maar verder toegenomen.

---

## Vooruitzichten

---

Zoals wij al in ons vorige maandbericht aangaven lijkt het erop dat medio oktober het kantelpunt was voor de financiële markten. Sindsdien zijn zowel de aandelen- als obligatiemarkten fors gestegen. De grootste aanleiding hiervan is de dalende trend van de inflatie. De inflatie lijkt gepiekt te hebben, waardoor de rente op de kapitaalmarkt fors daalde. Met name onze chipmachinefabrikanten profiteerden in de verslagmaand van de gedaalde rente met koersstijgingen van meer dan 15%.

Nu er steeds meer economische data naar buiten komen die duiden op een afnemende inflatie, hoeven de centrale banken minder agressief hun rentes te verhogen. Mocht dit de komende periode doorzetten dan zal dit een steun in de rug zijn voor met name technologieaandelen. Onze grotendeels schuldenvrije participaties die sterk gedaald zijn door de gestegen rente, ondanks stijgende bedrijfswinsten, zullen van een dalende rente profiteren.

De angst voor een recessie hangt echter nog altijd boven de markt. Hoe diep en hoe lang een eventuele recessie zal zijn, kunnen we niet voorspellen. Wel kunnen we ervoor zorgen dat we in ondernemingen investeren die in staat moeten zijn om een recessie goed te doorstaan en er weer sterker uitkomen. De participaties in onze portefeuille zijn conservatief gefinancierd, ruim 65% portefeuilleweging is schuldenvrij en heeft een ruime netto kaspositie voor inkoop eigen aandelen of winstgevendende overnames. Daarnaast hebben de meeste participaties recordorderboeken en bij een aantal participaties heeft de omzet een wederkerend karakter. Tevens hebben we participaties in portefeuille die in het verleden hebben bewezen recessiebestendig te zijn.

De derdekwartalcijfers bevestigen onze positieve verwachtingen voor de jaarcijfers 2022. Tevens kijken wij vol vertrouwen uit naar de winstontwikkeling in 2023. Wij gaan er nog steeds vanuit dat 65%-weging van onze portefeuille recordresultaten zal boeken in 2022. Ook de verwachte gewogen winstgroei van onze portefeuille van tenminste 10% ligt binnen handbereik.

### **“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”**

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding 2023 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 middellange termijn winstgroeivooruitzichten in combinatie met de nog altijd negatieve reële rentes is dat nog steeds een zeer aantrekkelijke risicopremie. Onze participaties liggen in ieder geval goed op koers om hun middellange termijn doelstellingen in 2025/26 te realiseren of zelfs te overtreffen. Beurskoersen kunnen we helaas op korte termijn niet voorspellen, maar uiteindelijk zal lange termijn winstgroei de waarde van onze participaties laten toenemen en daarmee de beurskoersen opstuwten.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



**Hilco Wiersma (1977)**

Fund Manager & Managing Partner



**Bastiaan Rogmans (1984)**

Analist



**Jordi Fierlings (1994)**

Analist

Amsterdam, 14 december 2022

## Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	<b>cum.</b>	<b>319,7%</b>	<b>141,3%</b>	<b>116,6%</b>	<b>182,1%</b>
Fondsvermogen	€ 137,3 mln	2022	-20,5%	-6,9%	-8,6%	-8,3%
Beurskoers	€ 81,29	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 81,05	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Aantal uitstaande aandelen	1.693.520	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	<a href="#">Zie website</a>

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

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	-12,3%	15,1%	10,5%	12,9%	9,5%
AMX-index	-3,9%	5,5%	5,9%	9,1%	5,0%

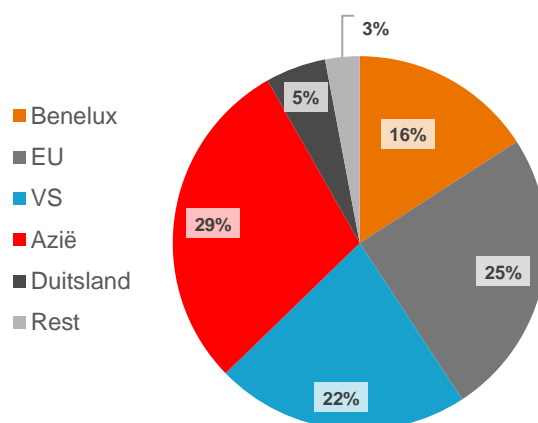
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 30-11-2022. Na kosten.  
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie [addvaluefund.nl/rendementen](http://addvaluefund.nl/rendementen)

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0	3,9
% Positieve maanden	63,4%	62,4%
% Positieve jaren	75,0%	68,8%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	68,8%	
Active share vs. AMX	81,4%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,6%	17,8%
Top-3 holdings % van totaal	42,2%	27,8%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	5,7%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,6%	
Beta (5 jaar)	0,96	
Beta (sinds begin)	0,85	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,57	0,39
Sharpe ratio (sinds begin)	0,71	0,58

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	20,6%	33,3%
> € 2 miljard	22,4%	43,7%
> € 1 miljard	24,6%	18,6%
> € 500 miljoen	12,0%	4,4%
< € 500 miljoen	20,3%	0,0%

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding <sup>2022</sup>	14,2	11,1
Koers/winst-verhouding <sup>2023</sup>	13,7	11,4
Dividendrendement <sup>2022</sup>	3,9%	4,5%
Dividendrendement <sup>2023</sup>	3,9%	4,2%

## 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 midcapaandelen. 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

