

NAV: € 73,46	AuM: € 124.652.564	MTD: -7,77%	YTD: -27,96%
------------------------	------------------------------	-----------------------	------------------------



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in september een negatief beeld zien. De AEX-Index daalde met 5,8% naar 640,6, de Amsterdam Midkap Index daalde met 7,4% naar 857,6 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 9,2% lager op 1.161,2.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in september met 7,8% van € 79,65 naar € 73,46. Over de eerste negen maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -28,0% gerealiseerd.

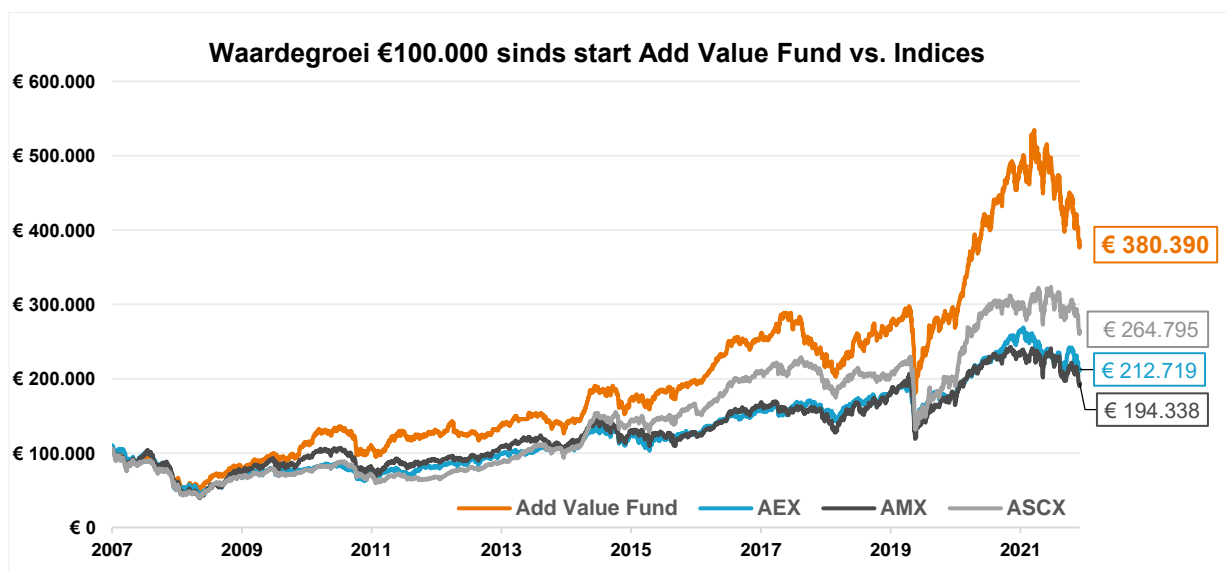
Het fondsvermogen per 30 september 2022 bedroeg € 124,7 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 107,2 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind september een creditsaldo en overige overlopende posten van 14,0% van het fondsvermogen.

- 1) In september realiseerden 0 van de 11 participaties (= 0%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 0 van de 11 participaties (= 0%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Hunter Douglas** het best in portefeuille. Besloten is om het belang in Hunter Douglas volledig contant te maken;
- 3) De zwakst presterende participatie in september was **Ebusco**. Ondanks het binnengaan van een aantal mooie orders daalde de koers als gevolg van verkoopdruk van een groot blok aandelen in combinatie met weinig volume.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	16,9%	1. Hunter Douglas	0,0%	1. Ebusco	-20,5%
2. BE Semiconductor Ind.	11,1%	2.	0,0%	2. Basic-Fit	-18,7%
3. Nedap	9,5%	3.	0,0%	3. ASM International	-13,8%



Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum.	280,4%	112,7%	94,3%	164,8%
Fondsvermogen	€ 124,7 mln	2022	-28,0%	-17,9%	-18,0%	-13,9%
Beurskoers	€ 73,24	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 73,46	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Aantal uitstaande aandelen	1.696.856	2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
Verhandelbaarheid	ledere 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	-18,0%	12,6%	8,5%	11,7%	8,9%
AMX-index	-16,4%	3,9%	3,7%	8,1%	4,3%

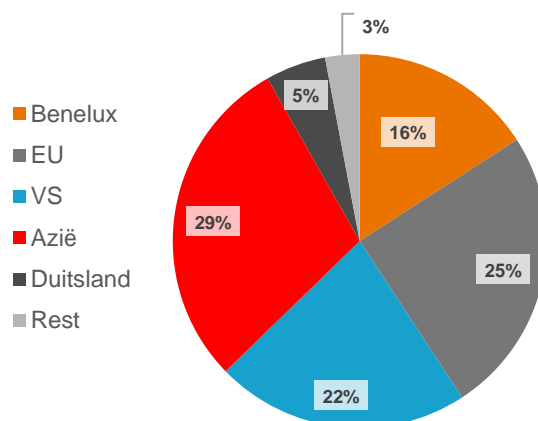
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 30-09-2022. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

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	74,6%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,4%	17,7%
Top-3 holdings % van totaal	34,5%	26,4%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	5,8%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,1%	
Beta (5 jaar)	0,97	
Beta (sinds begin)	0,86	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,49	0,29
Sharpe ratio (sinds begin)	0,58	0,46

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	19,9%	32,6%
> € 2 miljard	24,9%	49,2%
> € 1 miljard	9,5%	12,2%
> € 500 miljoen	24,3%	6,1%
< € 500 miljoen	21,5%	0,0%

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²¹	14,1	na
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	12,7	11,0
Dividendrendement ²⁰²¹	4,1%	3,3%
Dividendrendement ²⁰²²	4,3%	4,4%

Omzetverdeling portefeuille



Portefeuille naar eindmarkt

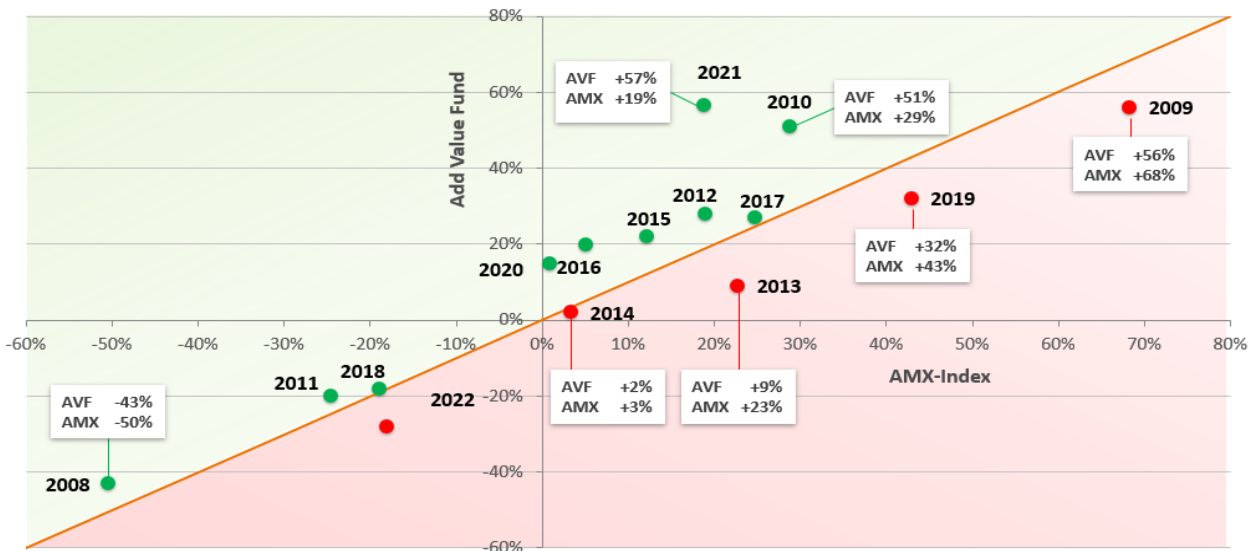


Duurzaamheid

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%



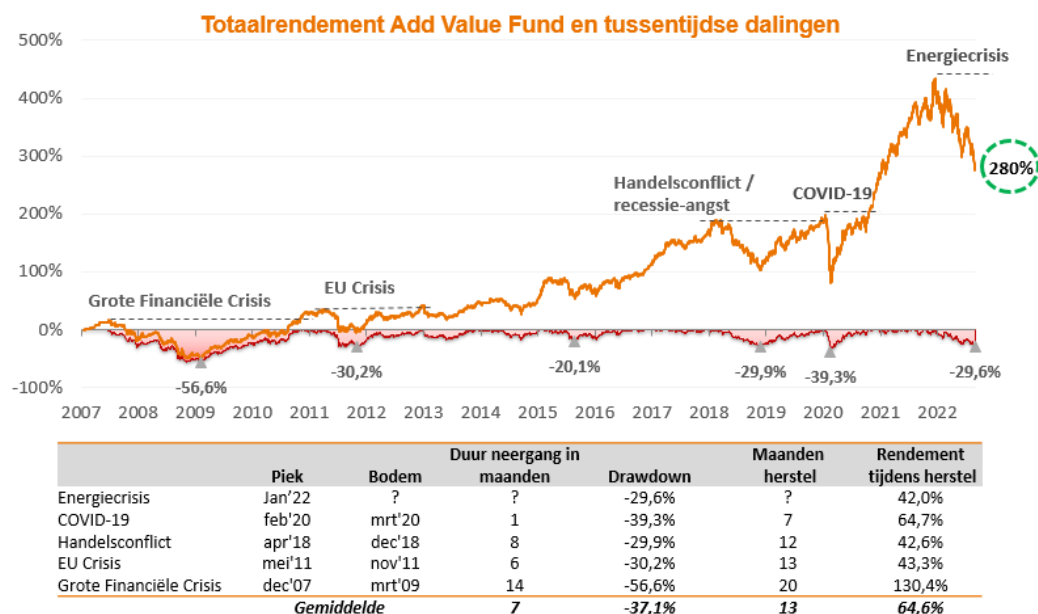
Maandbericht September

Sinds het begin van het jaar heeft de beurs de ene na de andere tegenslag te verwerken gekregen. De inflatie bleek uiteindelijk hardnekkiger en hoger te zijn dan gedacht met als gevolg dat de centrale banken genoodzaakt waren om hun beleidsrentes in rap tempo te verhogen. Weinig beleggers hadden aan het begin van het jaar kunnen bevroeden dat de negatieve rente op een 10-jarige Nederlandse staatslening zo sterk zou oplopen naar nu ruim 2,5%. Daarnaast zorgde de oorlog in Oekraïne voor een heuse energiecrisis in Europa die we sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw niet meer hebben meegemaakt.

Sterk oplopende rentes, geopolitieke spanningen en recessievrees zijn de perfecte ingrediënten voor een forse beurscorrectie. In dit soort tijden is het echter van belang om de lange termijn niet uit het oog te verliezen. Op de korte termijn worden beurskoersen namelijk beïnvloed door sentiment en renteontwikkelingen, maar op de lange termijn is het de winstgroei van een onderneming die zorgt voor de grootste bijdrage aan het totaalrendement. Wij beschouwen korte termijn koersvolatiliteit dan ook vooral als een kans en niet een risico. Het biedt ons namelijk de mogelijkheid om kwaliteitsondernemingen tegen aantrekkelijke waarderingen (bij) te kopen.

“Koersvolatiliteit is geen risico maar een kans”

Beurskoersen zijn op korte termijn lastig te voorspellen, financiële markten zijn immer inefficiënt en niet rationeel. Echter, door in succesvolle en toekomstbestendige ondernemingen te investeren met een aantrekkelijk groeipotentieel, zouden de toekomstige rendementen parallel moeten lopen met de lange termijn winstgroei van een onderneming. Want zoals gezegd, winstgroei is koersgroei en tijd is een van de meest belangrijkste voorwaarden om succesvol te beleggen.



Bron: Datastream en berekeningen Add Value Fund

In dit maandbericht zullen we daarom dieper ingaan op de historische winstontwikkeling van onze participaties in correlatie met de behaalde rendementen. En tevens een blik werpen op de toekomstige winstgroei.

“Winstgroei is koersgroei”

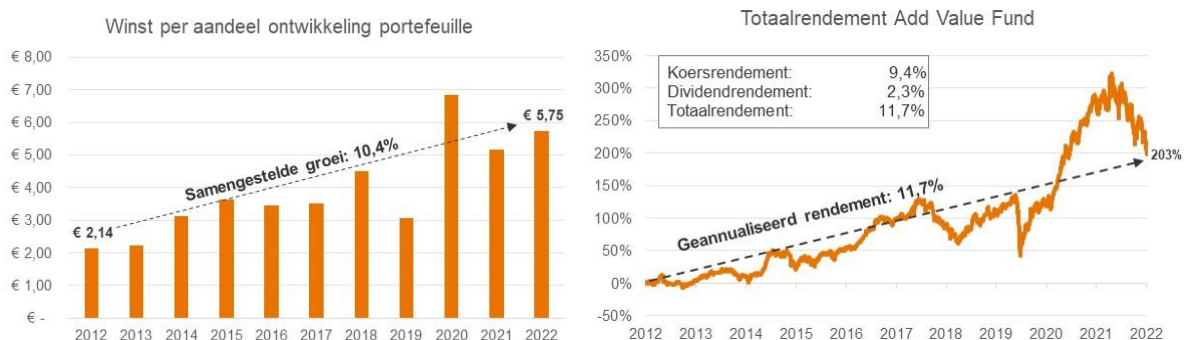
Om te illustreren dat winstgroei de belangrijkste factor is van lange termijn rendement geven we hieronder een overzicht van de winst per aandeel ontwikkeling van onze huidige portefeuille over de afgelopen 10 jaar. In onderstaande staafdiagram is de gewogen winst per aandeel ontwikkeling van onze portefeuille weergegeven.

Hieruit valt op te maken dat onze participaties, gewogen naar weging, over de afgelopen 10 jaar een samengestelde jaarlijkse winstgroei van 10,4% hebben gerealiseerd. Ondanks het handelsconflict in 2018 tussen Amerika en China en de coronacrisis in 2020, wisten onze participaties onze winstgroei-doelstelling van tenminste 7,5% op jaarbasis en door de cycli heen, ruimschoots te overtreffen.

In de lijngrafiek rechtsonder is te zien dat Add Value Fund over dezelfde periode een nettorendement van 203% heeft behaald, oftewel een geannualiseerd netto totaalrendement, inclusief herbeleggen van dividenden, van 11,7%. Ook dit ligt ruimschoots boven onze rendementsdoelstelling van tenminste 10% op jaarbasis. Het gemiddeld jaarlijkse koersrendement van 9,4% per jaar, komt bijna overeen met de jaarlijkse gewogen winstgroei van onze portefeuille. De overige 2,3% netto rendement per jaar wordt behaald door het herbeleggen van dividenden.

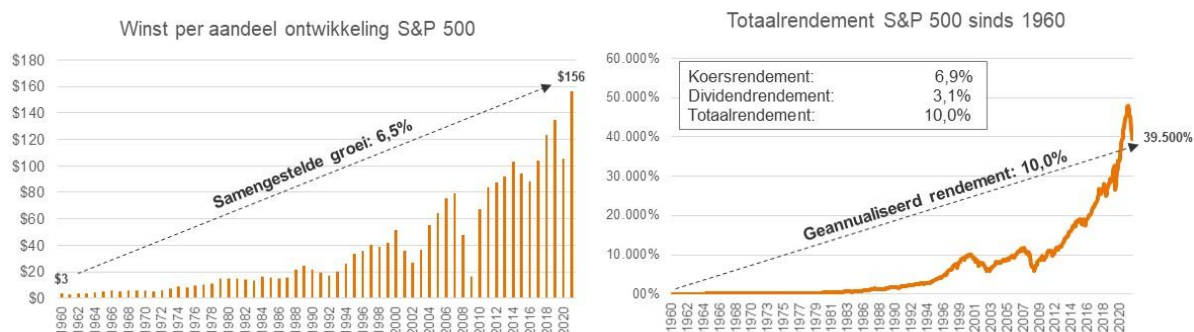
Concluderend kan worden gesteld dat winstgroei voor 80% het totaalrendement bepaalt en het herbeleggen van dividenden 20%. Dit beeld komt sterk overeen met onze rendementsdoelstelling van tenminste 10% op jaarbasis die is opgebouwd uit 7,5% winstgroei cq koersrendement en 2,5% dividendrendement.

Normaliter, afhankelijk van de renteontwikkeling en het tijdspad, maken winstgroei en het herbeleggen van dividenden circa 90% van het totaalrendement uit en een hogere K/W-verhouding slechts circa 10%. Op korte termijn kan de impact van de K/W-verhouding echter groot zijn. De aandelen *de-rating* die nu wereldwijd plaatsvindt als gevolg van de sterk stijgende rente, is de sterkste en snelste sinds de internetbubbel in 2000. Dit verklaart grotendeels het forse negatieve jaarrendement. Echter, zolang de bedrijfswinsten in de toekomst zullen blijven stijgen, zal deze waarderingssimplosie op de lange termijn weinig effect hebben op het totaalrendement.



Bron: Add Value Fund en Bloomberg

Voor de S&P 500 kan een soortgelijke analyse worden gemaakt. Ook hier is weer duidelijk te zien dat de winsten en de koersen op de lange termijn in gelijke tred omhooggaan. De S&P 500 laat sinds 1960 een samengestelde winstgroei zien van 6,5%. Daartegenover staat een jaarlijks totaalrendement, inclusief herbeleggen van dividend, van 10,0%. Het koersrendement over dezelfde periode bedroeg 6,9% per jaar, wat nagenoeg overeenkomt met de jaarlijkse winstgroei van 6,5%. Ook over een hele lange periode geldt dus dat winstgroei gelijkstaat aan koersgroei.



Bron: Robert Shiller data, 1960-2022.

Recessie of niet, de technologie- en energietransitie gaat door en zorgen voor winstgroei versnelling participaties

Nu geldt natuurlijk dat behaalde rendementen in het verleden geen garantie bieden voor de toekomst. Om ook in de toekomst een mooi rendement te behalen is het van belang om in unieke en toekomstbestendige ondernemingen te investeren die goed gepositioneerd zijn voor lange termijn winstgroei. Onze participaties hebben stuk voor stuk leidende marktposities in niches die profiteren van megagroeitrends zoals de digitalisering van de samenleving en de energietransitie. De coronapandemie in 2020 en de huidige energiecrisis versterken en versnellen de al eerder ingezette technologie- en energietransitie. Niet alleen de toenemende marktvraag maar ook de honderden miljarden aan extra overheidssubsidies voor het bouwen van chipfabrieken en windmolenparken op zee of het energiezuiniger maken van gebouwen, zullen onze participaties de komende jaren in de kaart spelen. Ook de elektrificatie van het wagenpark en het openbaar vervoer zal de komende jaren gaan versnellen en de winstgroei van de gerelateerde participaties verder aanjagen. Daarnaast zullen de gedane en nieuwe investeringen in toekomstige capaciteitsuitbreiding en innovaties de winstgroei versterken.

Op basis van de middellange termijn doelstellingen van onze participaties en onze conservatieve aannames voor 2025/26, is het zeer aannemelijk dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille de 10% die in de afgelopen 10 jaar is behaald, de komende jaren ruimschoots zal overtreffen.

Huidige energiecrisis biedt kansen

Oplossingen die ons uit de huidige energiecrisis moeten loodsen vergen enorme investeringen. Er moeten naast investeringen in hernieuwbare energie en in het energienetwerk ook stappen worden gezet in het efficiënter en slimmer omgaan met energie. Overheden spelen hierin een belangrijke rol en zullen proberen door middel van subsidies en investeringen de energietransitie te versnellen.

De Nederlandse overheid maakte onlangs bekend dat het als doelstelling heeft om in 2025 een capaciteit van 4,5 gigawatt aan offshore windenergie te hebben in de Nederlands Noordzee. Er wordt tevens al gewerkt om in 2030 een capaciteit te hebben van 21 gigawatt, voldoende voor 75% van ons huidige elektriciteitsverbruik. De nieuwe plannen voor 2030, die recent bekend zijn gemaakt, betekenen overigens een verdubbeling van de eerdere plannen. Daarnaast heeft de rijksoverheid de ambitie uitgesproken om in 2050 voor in totaal 70 gigawatt aan geïnstalleerd vermogen op zee neer te zetten. Oftewel, bijna 25 keer zoveel als de huidige capaciteit van drie gigawatt.

Andere landen in Europa hebben vergelijkbare doelstellingen waardoor er een enorme uitdaging ligt voor de industrie om deze capaciteit bij te zetten. Ondernemingen die in de offshore windindustrie actief zijn, zullen hiervan gaan profiteren. Binnen onze portefeuille hebben we een aantal participaties die binnen deze industrie innovatieve en toonaangevende oplossingen hebben. De vraag naar energiekabels van TKH die windmolens met elkaar verbinden, magneetremmen van Kendrion die zorgen dat de wieken van een windmolen in de wind staan of stilstaan bij een storm, en de XXL-funderingspalen van Sif, zullen de komende jaren dan ook explosief toenemen. TKH speelt hier al op in door een nieuwe fabriek te bouwen in de Eemshaven en hiermee haar energiekabelcapaciteit voor de offshore wind significant op te schalen. Ook Sif heeft grote investeringsplannen aangekondigd om de huidige productiefaciliteit op Maasvlakte II fors uit te breiden.



Links: kabels voor offshore wind van TKH; Midden: remmen voor windturbines van Kendrion; Rechts: De monopile van SIF, funderingspaal voor het Hollandse Kust Zuid Offshore Wind project.

Een andere oplossing die bijdraagt aan het oplossen van de energiecrisis is het energiezuiniger maken van gebouwen. Ook hier zullen de overheden de komende jaren flink in investeren. Duitsland bijvoorbeeld stelt volgend jaar € 17 miljard beschikbaar voor het energiezuiniger maken van gebouwen. De Nederlandse overheid verplicht gebouweigenaren vanaf 1 januari 2023 minimaal een energielabel van C, waardoor veel gebouwen verplicht moeten worden verduurzaamd. Daarnaast is het met de huidige hoge energieprijzen aantrekkelijk om te investeren in het verduurzamen van gebouwen. De terugverdientijd is namelijk aanzienlijk korter geworden. De verwachting is dat in Europa 65 miljoen centrale verwarmingsinstallaties vervangen moeten worden de komende 10 jaar. Aalberts is 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.



Verschillende oplossingen van Aalberts Hydronic Flow Control



Links: energie efficiënte koelte- en warmteinstallatie van Aalberts; Rechts: Analist Bastiaan Rogmans tijdens bezoek aan de nieuwe productielocatie van Aalberts Hydronic Flow Control in Almere.

Natuurlijk zullen ook de genoemde ondernemingen niet immuun zijn wanneer we in een recessie belanden, echter de lange termijn megagroei trends blijven intact en wij verwachten dat onze participaties wederom sterker uit deze energiecrisis komen. De meeste participaties in onze portefeuille hebben doelstellingen afgegeven voor de middellange termijn (2025/26). Mochten deze doelstellingen uitkomen dan zal onze portefeuille, in de huidige samenstelling en weging, een gewogen winstgroei realiseren – *onvoorziene omstandigheden daargelaten* – van naar verwachting circa 20%. Er valt op dit moment echter een conservatiever scenario te bedenken waarbij een recessie ervoor zorgt dat de doelstellingen een jaar later worden behaald en de winstgroei lager uitkomt. Echter, de verwachte winstgroei komt alsdan nog steeds uit op een nog zeer aantrekkelijke 15% per jaar.

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 diepe recessie goed te doorstaan en er weer sterker uitkomen. De participaties binnen onze portefeuille zijn conservatief gefinancierd, ruim 65% portefeuillevesting is schuldenvrij en heeft een ruime netto kaspositie voor inkoop eigen aandelen of winstgevend 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 recessie 'proof' te zijn.

Vooruitzichten

Financiële markten bleven in de verslagmaand in een neerwaartse spiraal, zowel de aandelen- als de obligatiemarkten daalden fors. De hardnekkige en hoge inflatie houden de financiële markten het hele jaar al in haar greep, waarbij de snel en sterk stijgende rente voor veel onrust zorgt. De centrale bank van Engeland moest zelfs een noodgreep doen om de sterk gestegen rente op staatsleningen een halt toe te roepen om de noodlijdende pensioenfondsen een helpende hand te bieden. Ook de wereldwijd oplopende geopolitieke spanningen, de escalerende oorlog in Oekraïne en nieuwe handelsrestricties voor de chipindustrie, versterken het negatieve beurs sentiment.

Onder dit gesternte houden wij de focus op de bedrijfsprestaties en de lange termijn groeiperspectieven van onze participaties. Voor de middellange termijn blijven wij uitermate positief gestemd over het winst- en groeipotentieel van onze participaties, zowel organisch als via winstgevendende acquisities

Nu de derdekwartalcijfers in aantocht zijn, kunnen we ook zien of onze participaties voldoen aan onze korte termijn verwachtingen.

Onze participatie Ebusco kwam gisteren als eerste naar buiten met een kwalitatieve *trading update* over het derde kwartaal. De elektrische busfabrikant herbevestigde de vooruitzichten voor 2022. De omzet zal scherp stijgen ten opzichte van het coronajaar 2021, waarbij Ebusco aangaf dat er 285 elektrische bussen in de omzet zullen worden toegekend. De goede gang van zaken is terug te zien in het recordorderboek van ruim 1.400 E-bussen. Onlangs zijn er relatief grote orders gewonnen in Noorwegen en voor het eerst in Zweden. Ook heeft de onderneming voet aan de grond gezet in Australië. Tevens ligt de onderneming redelijk goed op schema om jaarlijks 500 Ebusco 3.0 bussen te gaan produceren in Deurne. Naar verwachting zal eind volgend jaar de nieuwe fabriek in het Franse Rouen dit productieaantal gaan verdubbelen. Ook de huidige tenderactiviteiten nemen sterk toe dit jaar naar nu circa 3.800 E-bussen, waarbij Ebusco haar *fair share* van tenminste 5% marktaandeel zou moeten kunnen behouden of zelfs vergroten. Al bij al ligt deze innovatieve E-bussenfabrikant goed op koers om onze doelstelling van jaarlijks 3.000 verkochte E-bussen in 2026 te gaan realiseren.

Ondanks de verslechterende economische omstandigheden gaan wij 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%, achten wij nog steeds realistisch.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2022 van 12,7 en een gewogen dividendrendement van 4,3% (nieuw record). De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt nu inmiddels 7,9%.

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

Hoelang de beurskoersen 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



Jordi Fierlings (1994)

Analist



Bastiaan Rogmans (1984)

Analist

Amsterdam, 12 oktober 2022

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

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