



**Maandbericht**

De Nederlandse aandelenmarkt liet in februari een positief beeld zien. De AEX-Index steeg met 1,3% naar 752,9, de Amsterdam Midkap Index steeg met 0,8% naar 1.016,5 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 0,4% hoger op 1.303,2.

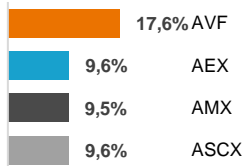
De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in februari met 3,9% van € 87,72 naar € 91,18.

Het fondsvermogen per 28 februari 2023 bedroeg € 155,8 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 140,1 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind februari een creditsaldo en overige overlopende posten van 10,0% van het fondsvermogen.

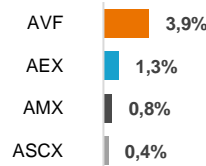
- 1) In februari realiseerden 7 van de 11 participaties (= 64%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 2 van de 11 participaties (= 18%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **BE Semiconductor Ind.** het best in portefeuille. Besi rapporteerde in februari uitstekende cijfers over boekjaar 2022. Ondanks dat de sector zich nog in een cyclische neergang bevindt liet Besi een sterke orderinstroom zien, mogelijk een eerste teken dat de zogenaamde *downcycle* op zijn einde loopt;
- 3) De zwakst presterende participatie in februari was **Ebusco**. In plaats van de eerder verwachte 285 bussen, droegen in 2022 slechts 261 bussen bij aan de omzet. Problemen in de toeleveringsketen lagen hieraan ten grondslag.

**Rendement**

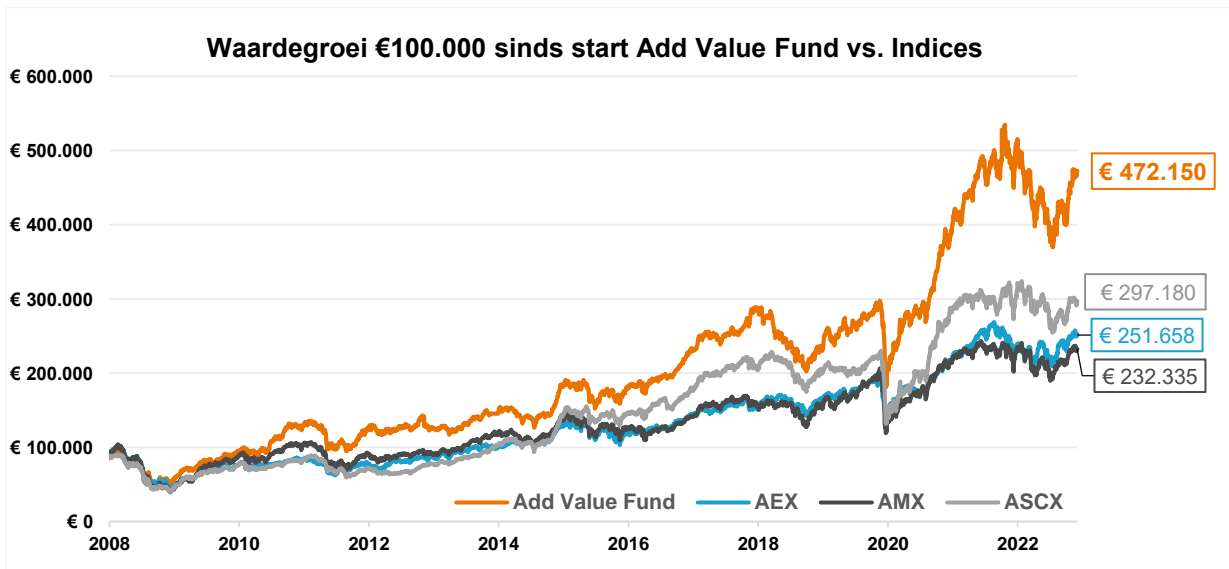
%-verandering 2023 (incl. dividend)



%-verandering maand (incl. dividend)



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	18,7%	1. BE Semiconductor Ind.	12,4%	1. Ebusco	-3,5%
2. BE Semiconductor Ind.	14,6%	2. Basic-Fit	10,4%	2. Kendrion	-3,4%
3. Flow Traders	8,8%	3. Sif Holding	9,3%	3. Flow Traders	-3,0%



## Groeiparel TKH met stille verborgen waarde

In dit maandbericht speciale aandacht voor onze participatie TKH Group. Deze unieke technologieonderneming uit Haaksbergen is wereldmarktleider in bandenbouwmachines en heeft leidende marktposities in nichemarkten zoals slimme camera's, glasvezel- en elektriciteitskabels. TKH maakt sinds onze oprichting in 2007 onderdeel uit van onze portefeuille. Over die periode was het cumulatieve rendement ruim 370%, oftewel 10,1% geannualiseerd.



Bron: Datastream en jaarverslagen TKH Group, winst per aandeel is voor amortisatie en eenmalige kosten/baten

TKH behaalde over boekjaar 2022 uitstekende resultaten. De nettowinst voor amortisatie kwam uit op ruim € 143 mln (26% winstgroei) en het orderboek kwam uit op € 972mln, beide een nieuw record. Van de recordomzet van € 1,8 miljard in 2022 (+19%) is inmiddels 80% afkomstig van de megagroei-trends – *digitalisering, automatisering en elektrificatie* – en dit percentage zal in de toekomst verder toenemen. Door focus op deze drie megagroei-trends zijn ook de middellange termijn vooruitzichten van deze innovatieve onderneming veelbelovend.

TKH gaat de komende twee jaar circa € 200 mln investeren in capaciteitsuitbreiding, waarvan al ruim € 40 mln is uitgegeven in 2022, om optimaal te profiteren van deze megagroei-trends. Zo wordt er een nieuwe glasvezelfabriek in Polen gebouwd en worden de bandenbouwactiviteiten aldaar uitgebreid. De productiefaciliteit in Lochem is aangepast en flink uitgebreid voor midden- en hoogspanningskabels en tevens wordt er een volledig nieuwe geautomatiseerde *state-of-the-art* fabriek voor *offshore* wind stroomkabels (Inter-Array) in het Groningse Eemshaven gebouwd. Met deze strategische investeringen verhoogt de onderneming niet alleen haar verdien capaciteit cq winstgroei-potentieel, maar verlaagt hiermee ook de cycliciteit van de omzet- en winstontwikkeling. Door deze investeringen zal de omzet de komende jaren naar verwachting met € 250 mln tot € 300 mln toenemen. De terugverdientijd zal maximaal drie tot vier jaar bedragen, oftewel het verwachte bruto bedrijfsresultaat zal daarmee met circa € 57 mln toenemen. Dat is een stijging van 20% ten opzichte van de € 283 mln EBITDA in 2022.

Met de exponentiële groei van zonnepanelen, elektrische auto's en warmtepompen zullen zowel de Nederlandse overheid (TenneT, Alliander) als andere Europese overheden de komende jaren enkele honderden miljarden investeren om de overbelaste elektriciteitsnetten op land en op zee aan te passen en uit te breiden. De onafhankelijkheid van (Russisch) gas en andere fossiele brandstoffen versnelt en versterkt deze energietransitie en de noodzaak om te investeren in de zeer belangrijke en kritische elektriciteitsinfrastructuur van Europese landen.

Ondanks een 22% koersstijging dit jaar zijn wij van mening dat de huidige beurswaardering van € 1,8 miljard en beurskoers van € 44,82 deze recordresultaten en positieve vooruitzichten niet juist reflecteert. Wij vinden het nu dan ook een goed moment om deze unieke *hightech* onderneming weer eens tegen het licht te houden en uit een te zetten waarom wij vinden dat een beurskoers van € 111,- in 2025 in het verschiet ligt.

Allereest zullen wij een kritische blik werpen op de voortgang van de financiële doelstellingen die ten tijde van de *Capital Markets Day* in november 2021 zijn afgegeven. Daarna zoomen wij in op het onderdeel *Smart*

*Manufacturing.* Wij zien voor dit onderdeel namelijk een belangrijke rol weggelegd voor het behalen van deze doelstellingen. We sluiten af, net als in het [maandbericht van november 2021](#), met een *som-der-delen* waardering.

*TKH ligt goed op koers om de afgegeven doelstellingen te realiseren*

TKH focust zich met zijn hardware en softwareoplossingen op drie kerntechnologieën:

1. **Smart Vision:** slimme camera's voor bijvoorbeeld de kwaliteitsinspectie van productieprocessen. De onderneming heeft hier een sterke positie opgebouwd in diverse eindmarkten zoals de consumentenelektronica en houtindustrie en tracht voet aan de grond te krijgen in de markt voor batterijpakketten.
2. **Smart Manufacturing:** productie van onder andere slimme en efficiënte *hands-off* en *eyes-off* bandenbouwmachines, waarin het wereldmarktleider is. Ook met zijn geautomatiseerde verpakkingsmachine voor medicijnen timmert TKH nu hard aan de weg.
3. **Smart Connectivity:** productie van stroomkabels voor onder meer de offshore windindustrie en glasvezelverbindingen voor data- en communicatienetwerken.



*Van boven naar beneden en links naar rechts: De Gocator 3D scanner, Inter-Array subsea kabel voor de offshore wind industrie, VMI's indivion- en bandenbouwmachine*

Ten tijde van de *Capital Markets Day Accelerate 2025* in november 2021 maakte TKH de volgende financiële doelstellingen voor 2025 bekend:

- Jaarlijkse omzetgroei van 8% naar tenminste € 2 mld;
- Operationele (EBITA) winstmarge van tenminste 17% (was 15%);
- Rendement op het geïnvesteerd kapitaal (ROCE) tussen de 22-25%;
- Schuldratio (nettoschuld/EBITDA) lager dan twee keer.

Het lijkt ons nu na anderhalf jaar een goed moment om de voortgang van de afgegeven doelstellingen onder de loep te nemen. De uitkomst van deze analyse is tweezijdig. Waar de omzetgroei in 2022 met 19% ver boven de doelstelling van 8% groei per jaar uitkwam, liet de ontwikkeling van de winstmarge een genuanceerder beeld zien:

## Voortgang doelstellingen

	Omzet	EBITA-marge	ROCE
Gerealiseerd 2022	€ 1.817 mln (+19%)	12,9%	23,2%
Doelstelling 2025	> € 2 mld in 2025 (+8%)	> 17% in 2025	22% - 25%

Alle drie de bedrijfsonderdelen droegen bij aan deze sterke groei in zowel omzet als winst:

### 2022 t.o.v. 2021

	Omzet	EBITA	EBITA-marge
Smart Vision	€ 500 mln (+16%)	€ 95,5 mln (+29%)	19,1% (+190bp)
Smart Manufacturing	€ 491 mln (+17%)	€ 69 mln (+16%)	14,1% (-10bp)
Smart Connectivity	€ 849 mln (+23%)	€ 87,5 mln (+19%)	10,3% (-30bp)

Ondanks een significante stijging van de absolute operationele winsten binnen de verschillende divisies namen echter binnen *Smart Manufacturing* en *Smart Connectivity* de operationele winstmarges af.

*Smart Manufacturing* had, ondanks een recordorderboek van € 573 mln (+55%!), namelijk veel last van tekorten in de toeleveringsketen en een gebrek aan microchips. Hierdoor konden er uiteindelijk fors minder bandenbouwmachines worden geassembleerd dan op volledige capaciteit mogelijk was geweest, wat de omzetgroei met € 30 mln negatief beïnvloedde. De resulterende onderbezetting en uitgestelde omzet zorgden voor operationele inefficiënties en een lagere winstmarge.

De forse importheffingen die de EU glasvezelproducenten vorig jaar oplegde, resulteerden in een € 10 mln negatieve impact op het resultaat van de *Smart Connectivity* divisie. TKH heeft dit probleem nu ondervangen door naast een fabriek in China, ook een glasvezelfabriek te openen in Polen. Exclusief deze 'eenmalige' kostenpost was de EBITA-marge uitgekomen op 11,5% (+90bp).

Wij gaan ervan uit dat TKH de sterke omzetgroei van het afgelopen jaar in het huidige boekjaar voortzet, hetzij op een lager niveau. Voor 2023 gaan wij dan ook uit van een stijging van de groepsomzet van minimaal 10% gecombineerd met een operationele winstmarge (EBITA) van tenminste 13%. De groei van de winst per aandeel komt alsdan uit op tenminste 10%.

Om de doelstellingen voor 2025 te behalen moet er nog flink aan de weg worden getimmerd. De omzetdoelstelling van € 2 miljard zal TKH al in 2023 of 2024 overtreffen maar met name de EBITA-margedoelstelling van tenminste 17% is uitdagend, doch haalbaar volgens onze diepgaande analyse. Een belangrijke rol in de *step-up* van de winstmarge, en tevens ook de omzetgroei, is weggelegd voor de divisie *Smart Manufacturing*, en dan met name de bandenbouwmachines van dochteronderneming VMI.

### Sterke onderliggende groeitrends bandenbouwindustrie

*Smart Manufacturing* (omzet 2022: €491 mln +17%) bestaat grotendeels uit de verkoop van geautomatiseerde hoogtechnologische bandenbouwmachines (68%). Deze *hands-off* en *eyes-off* machines met 40 eigen ontwikkelde slimme camera's staan bij klanten bekend als zeer innovatief. Wij leggen dan ook graag uit waarom de vijf grootste autobandenproducenten in de wereld (Pirelli, Michelin, Goodyear, Bridgestone en Continental) en vele andere gebruikmaken van de geavanceerde bandenbouwmachines (voor zowel auto-, bussen- als vrachtwagenbanden) van TKH. Zelfs de zeer complexe formule-1 banden worden ermee gemaakt!

Maar eerst een analyse aangaande de toekomstige vraag naar deze bandenbouwmachines. Drie sterke lange termijn groeitrends liggen hieraan ten grondslag:

1. **Volumegroei van het aantal geproduceerde banden;** wereldwijd worden er jaarlijks circa 1,4 miljard autobanden geproduceerd. Dit aantal neemt naar verwachting met 3% tot 4% per jaar toe. Producenten van deze banden moeten daarom constant hun productiecapaciteit uitbreiden om aan de stijgende vraag te kunnen voldoen.

2. **Reshoring trend;** hierbij verplaatsen bandenproducenten hun productie uit lage loonlanden, terug naar hun thuismarkt en dichtbij de eindmarkt. Deze locatie ligt vaak strategisch dicht bij een grote productielocatie van een automobiefabrikant. Zo maakte het Finse Nokian Tyres recent bekend € 650 mln te gaan investeren in een nieuwe fabriek in Roemenië. De rationale achter deze trend is dat meer lokale productie lagere (buffer) voorraden behoeft, de leveringszekerheid van kritieke componenten verhoogd, en kosten voor transport naar de eindklant verlaagd. De Russische inval in Oekraïne heeft deze trend alleen maar doen versnellen.
3. **Toename aantal type banden (diameter) en toenemende complexiteit;** bandenproducenten proberen zich van hun concurrenten te onderscheiden door steeds meer innovatieve en hoogwaardige banden op de markt te brengen. Hierbij worden de productiespecificaties van de band aangepast aan onder andere het type auto en de weersomstandigheden. De toename van het aantal elektrische auto's, dat een ander type band behoeft dan een conventionele auto, versterkt deze trend. De traditionele bandenproducenten maken echter nog veelal gebruik van conventionele bandenbouwmachines die zijn ingesteld op hoge volumes en een standaard type-band en niet zijn toegespitst op geavanceerde productie (lage volumes en verschillende bandensoorten en -maten). Deze verouderde bandenbouwmachines, die meestal tientallen jaren oud zijn, moeten dan ook op de korte- en/of middellange termijn vervangen worden.

Naast deze drie voor de bandenbouwindustrie specifieke trends zijn er ook een aantal economische- en demografische ontwikkelingen die de vraag naar geavanceerde bandenbouwmachines doen toenemen. Zo neemt door vergrijzing het aanbod van hoogopgeleide en ervaren engineers af, en stijgen de loonkosten significant. Hierdoor neemt de relevantie van geautomatiseerde *hands-off* en *eyes-off* bandensystemen alsmaar toe. Ook de toenemende focus op het reduceren van restafval (50% van de kostprijs van een band bestaat uit rubber) en de relevantie van het besparen op de energieconsumptie vraagt om nieuwe ESG-bestendige technologieën.

#### *TKH is de absolute wereldmarktleider in slimme en efficiënte bandenbouwmachines*

Historisch gezien ontwikkelden de grote bandenproducenten hun bandenbouwmachines veelal zelf. Deze partijen missen echter de kennis en kunde die nu nodig is om de stap van conventioneel, naar volledig geautomatiseerd te maken.

Met de kennis van procestechologie (software) enerzijds, en slimme infraroodcamera's (software + hardware) anderzijds, heeft TKH deze expertise wel in huis. Met zijn nieuwste generatie bandenbouwmachines biedt TKH de bandenproducenten een oplossing voor de tekortkomingen van hun bestaande verouderde machines.

Zo kunnen bij de EXXIUM-machine van TKH de productie instellingen snel en gemakkelijk worden aangepast naargelang het type band dat geproduceerd moet worden. Dit komt de efficiënte en doorloopsnelheid ten goede. Ook kunnen banden met verschillende diameters en complexiteit in dezelfde machine worden gemaakt, *one size fits all*. Daarnaast geldt bij TKH het zogenaamde *hands-off* en *eyes-off* principe. Er zijn bij de productie namelijk geen handen en ogen meer nodig. Het productieproces verloopt met behulp van slimme camera's, die gemaakt worden door de *Smart Vision* divisie van TKH, volledig geautomatiseerd. De inzet van personeel wordt hiermee geminimaliseerd. De hogere efficiënte en snellere doorloopsnelheid komt het energie- en materiaalverbruik, zoals rubber, ten goede.

Al deze voordelen gecombineerd zorgen ervoor dat de bandenbouwmachines van TKH veel sneller en tegen een lagere kostprijs banden kunnen produceren dan de traditionele machines die de bandenproducenten nu voornamelijk nog zelf gebruiken. Daarnaast is de *total-cost-of-ownership* van de gehele machine veel lager en ligt het rendement op de investering veel hoger.

Wij beargumenteren daarom dat het voor bandenproducenten onontkoombaar is om op den duur volledig over te gaan op de nieuwste generatie slimme bandenbouwmachines, waarin TKH met een marktaandeel van meer dan 70% wereldmarktleider is.

De winstmarge van deze hoogtechnologische machines liggen normaliter ruimschoots boven het groepsgemiddelde en boven de afgegeven EBITA-marge doelstelling van tenminste 17%. TKH heeft namelijk veel laag toegevoegd werk uitbesteed aan derden en focust zich met name op onderzoek & ontwikkeling en



softwareapplicaties, wat een hogere toegevoegde waarde heeft. De bandenbouwdivisie heeft een recordorderboek van ruim € 500 mln en zorgt ervoor dat de omzet de komende jaren fors gaat toenemen.

Naast de verkoop van deze bandenbouwmachines verdient TKH ook aan de service- en onderhoudscontracten die klanten moeten afsluiten. Dit zijn veelal langlopende contracten met mooie marges en van een voorspelbare en wederkerende aard. Het aandeel van deze stabiele inkomstenbron ligt nu tussen de 15% en 20% van de totale bandenbouwdivisie omzet en zal naarmate de machines complexer worden, verder toenemen.

Vooralsnog ligt de vraag naar de slimme en efficiënte bandenbouwmachines van TKH, als gevolg van de componentenschaarste, hoger dan wat TKH kan produceren. De onderneming heeft dan ook besloten om de bestaande productielocatie in het Poolse Leszno uit te breiden, waardoor de totale productiecapaciteit verhoogd wordt met circa 15%. Oftewel, een omzettoename van minimaal € 50 mln.

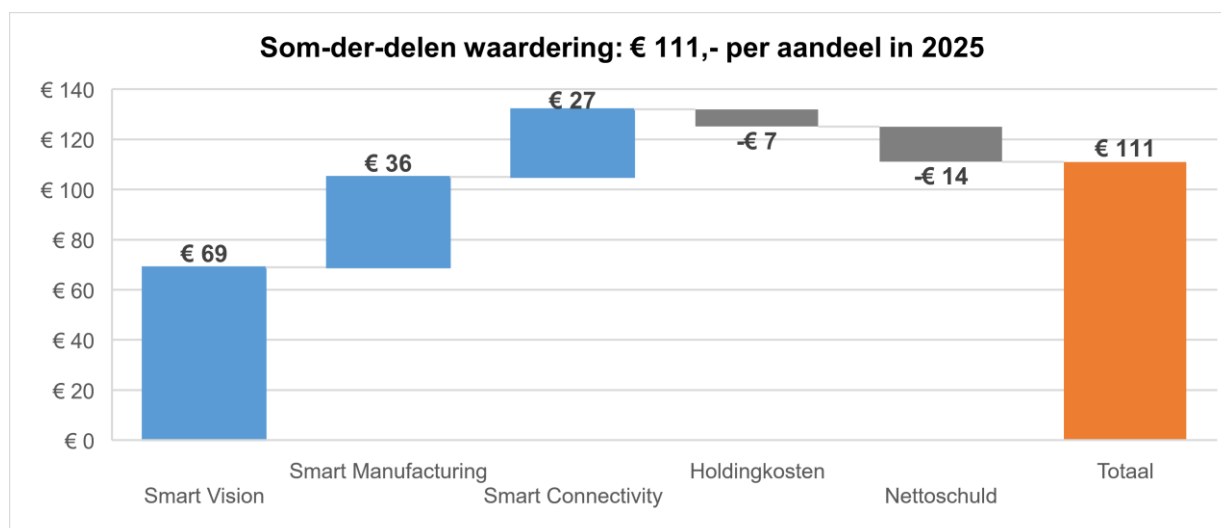
Wij zijn er in ieder geval van overtuigd dat de *Smart Manufacturing* divisie een belangrijke rol gaat spelen in de toekomstige waarde creatie binnen TKH. En daar gaan wij als langetermijn aandeelhouder de vruchten van plukken!

#### *Ondanks goede bedrijfsprestaties en recordwinsten is het aandeel sterk ondergewaardeerd*

Wij verwachten dat TKH de doelstelling van tenminste € 2 miljard omzet en een EBITA-marge van tenminste 17% in 2025 zal gaan realiseren. Omgerekend en van uitgaande dat TKH tot en met 2025 vijf procent van haar eigen aandelen gaat inkopen (nu 1,5%), zal TKH alsdan circa € 6,00 per aandeel (voor amortisatie) gaan verdienen. Over de afgelopen vijf jaar noteerde het aandeel TKH tegen een gemiddelde koers/winstverhouding van 17,6. Wanneer wij deze gemiddelde waardering aanhouden zou het aandeel TKH in 2025 circa € 105,- per aandeel waard moeten zijn, oftewel meer dan ruimschoots het dubbele ten opzichte van de huidige beurskoers van € 44,82-.

Net als in ons maandbericht van november 2021 ([link](#)) kunnen wij op basis van onze aannames voor 2025 en waarderingen van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen wederom een *som-der-delen* waardering berekenen.

Ondanks goede bedrijfsprestaties, een recordwinst en recordorderboek in 2022, verlagen wij onze *som-der-delen* waardering van € 140,- naar €111,- per aandeel in 2025. Dit is echter geheel het gevolg van lagere beurswaarderingen, voornamelijk als gevolg van een sterk stijgende kapitaalmarktrente, en niet van een verandering in onze winsttaxaties voor 2025. Deze staat met € 6,00 per aandeel, oftewel een samengestelde groei over de periode 2023 – 2025 van 21%, nog steeds fier overeind!



Bron: Berekeningen Add Value Fund

Doordat de beurskoers van TKH sinds november 2021 echter in waarde is gedaald, is ondanks de verlaging van de *som-der-delen*, het opwaarts koerspotentieel van ruim 150% onveranderd gebleven. Ook op basis van de gemiddelde koers/winstverhouding over de afgelopen vijf jaar is het opwaarts koerspotentieel met 140% significant

te noemen. Als de onderneming in staat is om haar doelstellingen in 2025 te behalen en het aandeel de door ons ingeschatte waardering krijgt, zal het jaarlijkse totaalrendement – koerswinst plus dividendrendement – tot en met 2025 gemiddeld ruim 35% per jaar bedragen.

De huidige lage beurswaardering van TKH correspondeert naar onze mening dan ook niet met de positieve middellange termijn groei- en winstvooruitzichten van de onderneming. Dit maakt de beursgenoteerde onderneming erg kwetsbaar voor een (vijandige) overname, waar wij als betrokken, actieve en lange termijn aandeelhouder niet bij gebaat zijn. Vandaar dat wij er bij het management op aan hebben gedrongen om wat aan deze sterke onderwaardering te doen. Het recent aangekondigde aandeleninkoopprogramma ter waarde van € 25 mln (1,4% van beurswaarde) is een kleine maar goede eerste stap.

#### *Desinvesteringen bieden kansen om sterke onderwaardering teniet te doen*

Onderdeel van de TKH-strategie en doelstellingen is om de operationele winstmarge te verhogen door het afstoten van minder renderende omzet. Vorig jaar november werd hiermee een eerste aanzet gegeven met de verkoop van het resterende minderheidsbelang in de Cable Connectivity Group (CCG) voor naar schatting ongeveer € 50 mln. De hiermee gerealiseerde boekwinst van € 35 mln zal in het eerste kwartaal van 2023 zichtbaar worden. Daarnaast zal naar verwachting TKH dit jaar de resterende bedrijfsonderdelen die nog op de balans staan als *assets held for sale* van circa € 109 mln (inclusief CCG), verkopen.

Gegeven de sterke onderwaardering en goede winstgroeivooruitzichten moedigen wij de onderneming dan ook aan om de opbrengsten van de recente desinvestering van haar minderheidsbelang in de Cable Connectivity Group (ongeveer € 50 mln) en de eventuele opbrengsten van toekomstige desinvesteringen aan te wenden voor inkoop van eigen aandelen. Deze aandeleninkoop is naar onze mening op dit moment een aantrekkelijke manier om waarde voor lange termijn aandeelhouders te creëren. Zoals gezegd, het huidige aandeleninkoopprogramma van € 25 mln is naar onze mening een goede, maar een kleine eerste stap in de juiste richting. Gezien de sterke balans en de lage schuldratio van slechts 1,1, behoren naast eigen aandelen inkopen ook technologische en winst toevoegende overnames tot de mogelijkheid om de sterke onderwaardering teniet te doen.

#### *Conclusie*

TKH is een unieke en zeer innovatieve technologieonderneming die in staat moet zijn om van verschillende aantrekkelijke en structurele megagroei-trends – *digitalisering, automatisering en elektrificatie* – te profiteren. Met een verwachte samengestelde groei van de winst per aandeel van meer dan 20% over de periode 2023 – 2025, ruimschoots boven onze doelstelling van tenminste 7,5%, zien wij de middellange termijn vooruitzichten voor TKH met vertrouwen tegemoet. Gezien de sterke onderwaardering en positieve winstgroeivooruitzichten verwachten wij dat TKH een gedeelte van de vrijgekomen middelen uit desinvesteringen wederom zal aanwenden voor de inkoop van eigen aandelen, waardoor een *re-rating* van het aandeel zal versnellen. De onderneming heeft niet voor niets aangegeven dat het huidige aandeleninkoopprogramma binnen slechts vier maanden moet worden afgerond!

---

## Vooruitzichten

---

Het omvallen van de Silicon Valley Bank (SVB), de 16<sup>e</sup> grootste bank van Amerika, zorgde deze week voor enige paniek op de financiële markten. Op de wereldwijde aandelenbeurzen werden banken en verzekeraars het hardst getroffen en daalden de rente op de kapitaalmarkten zoals nog nooit eerder was vertoond.

De Amerikaanse KBW-bankindex daalde maar liefst 25% in slechts vier handelsdagen. Ook de Europese bankenindex (SX7E) daalden in het kielzog ruim 8%. Inmiddels is duidelijk dat de Amerikaanse centrale bank garant staat voor alle banktegoeden, ruim \$ 172 miljard, die bij de SVB werden aangehouden. De Engelse activiteiten van de SVB worden voor een symbolisch bedrag van 1 Britse pond overgenomen door de HSBC-bank.

Na de grote financiële crisis in 2008, het omvallen van Lehman Brothers en het domino-effect op andere banken, zit de schrik er natuurlijk goed in. Nu de kruitdampen enigszins zijn opgetrokken lijkt het besmettingsgevaar op andere banken beperkt. Vandaag zien we dan ook weer enige stabilisatie op de financiële markten.

Add Value Fund belegt niet in banken en verzekeraars en zal dat ook nooit doen. De SVB, maar ook dichterbij huis, zoals destijds de onteigening van SNS Reaal en de nationalisatie van Fortis / ABN Amro, geeft maar weer eens te meer aan dat de risico-rendementsverhoudingen voor aandeelhouders zeer ongunstig kunnen zijn.

Dat is natuurlijk ook niet zo vreemd, het eigen vermogen van een bank bedraagt slechts enkele procenten van het balanstotaal waarmee de *margin of safety* zeer minimaal is. En ondanks deze enorme *leverage* komt het rendement op het eigen vermogen vaak niet verder dan een schamele 10%. Daarom hebben wij als credo, van banken moet je geld lenen en nooit in beleggen.

Voor ons zijn de bedrijfsprestaties en winstgroeivooruitzichten van onze participaties veel relevanter. Inmiddels hebben nagenoeg alle participaties, op Ebusco na, hun jaarcijfers gepubliceerd. Onze verwachting van een gewogen winstgroei van onze portefeuille over het boekjaar 2022 van 18% is precies uitgekomen. Wij zijn over het algemeen zeer tevreden met de behaalde resultaten, wederom veelal recordwinsten, en de positieve vooruitzichten voor het lopende boekjaar. In het eerstvolgende maandbericht zullen we dieper ingaan op de jaarcijfers van 2022 en de winstgroeivooruitzichten voor 2023. Zoals we in onze uitgebreide en diepgaande analyse over TKH Group hebben aangegeven, kijken wij natuurlijk verder dan alleen 2023.

Ondanks een eventuele (milde) recessie verwachten wij een gewogen winstgroei van onze portefeuille van tenminste 5% in 2023.

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

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding 2023 van 15,7 en een gewogen dividendrendement van 3,4%. De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 6,4%.

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.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



**Hilco Wiersma (1977)**

Fund Manager & Managing Partner



**Jordi Fierlings (1994)**

Analist



**Bastiaan Rogmans (1984)**

Analist



**Sacha Kipuw (1993)**

Analist

Amsterdam, 14 maart 2023

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

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



## Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	<b>cum.</b>	<b>372,2%</b>	<b>151,7%</b>	<b>132,3%</b>	<b>197,2%</b>
Fondsvermogen	€ 155,8 mln	2023	17,6%	9,6%	9,5%	9,6%
Beurskoers	€ 91,45	2022	-23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 91,18	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Aantal uitstaande aandelen	1.708.369	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
Valuta	EUR	2017	26,7%	16,5%	24,7%	34,5%
ISIN Code	NL0009388743	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%

## Dividend

Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	26 april 2022
Dividendbeleid en -historie	<a href="#">Zie website</a>

## Rating

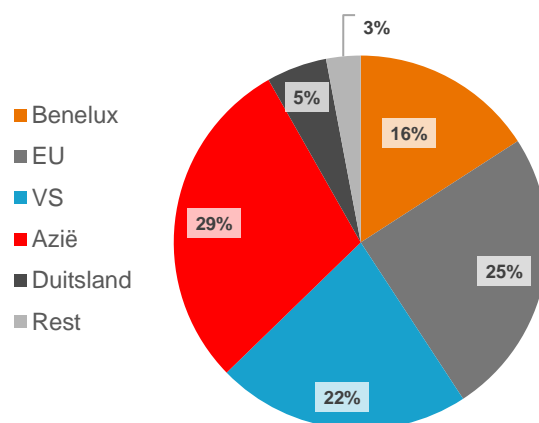
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Neutral

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	-3,5%	21,3%	10,5%	14,1%	10,1%
AMX-index	3,2%	9,7%	7,5%	9,5%	5,4%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 28-02-2023. Na kosten.  
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie [addvaluefund.nl/rendementen](http://addvaluefund.nl/rendementen)

Fondskarakteristieken	AVF	AMX	Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
Schuld ratio	0	3,9	> € 5 miljard	45,2%	47,9%
% Positieve maanden	62,4%	61,9%	> € 2 miljard	5,9%	33,3%
% Positieve jaren	77,8%	72,2%	> € 1 miljard	19,2%	17,7%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%	> € 500 miljoen	10,7%	1,1%
% jaren outperformance	70,6%		< € 500 miljoen	19,1%	0,0%
Active share vs. AMX	86,7%				
Standaard deviatie (10 jaar)	17,5%	17,8%			
Top-3 holdings % van totaal	42,1%	26,4%			
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	3,8%				
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	5,8%				
Beta (5 jaar)	0,99				
Beta (sinds begin)	0,90				
Sharpe ratio (5 jaar)	0,56	0,47			
Sharpe ratio (sinds begin)	0,84	0,77			

## Omzetverdeling portefeuille



Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding <sup>2022</sup>	16,0	17,6
Koers/winst-verhouding <sup>2023</sup>	15,7	12,6
Dividendrendement <sup>2022</sup>	3,4%	4,2%
Dividendrendement <sup>2023</sup>	3,4%	3,7%

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%

