



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in februari een positief beeld zien. De AEX-Index steeg met 4,0% naar 848,4, de Amsterdam Midkap Index steeg met 0,1% naar 899,9 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 1,5% hoger op 1.218,0.










De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in februari met 5,6% van € 98,84 naar € 104,36. Over de eerste twee maanden van 2024 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +5,5% gerealiseerd.

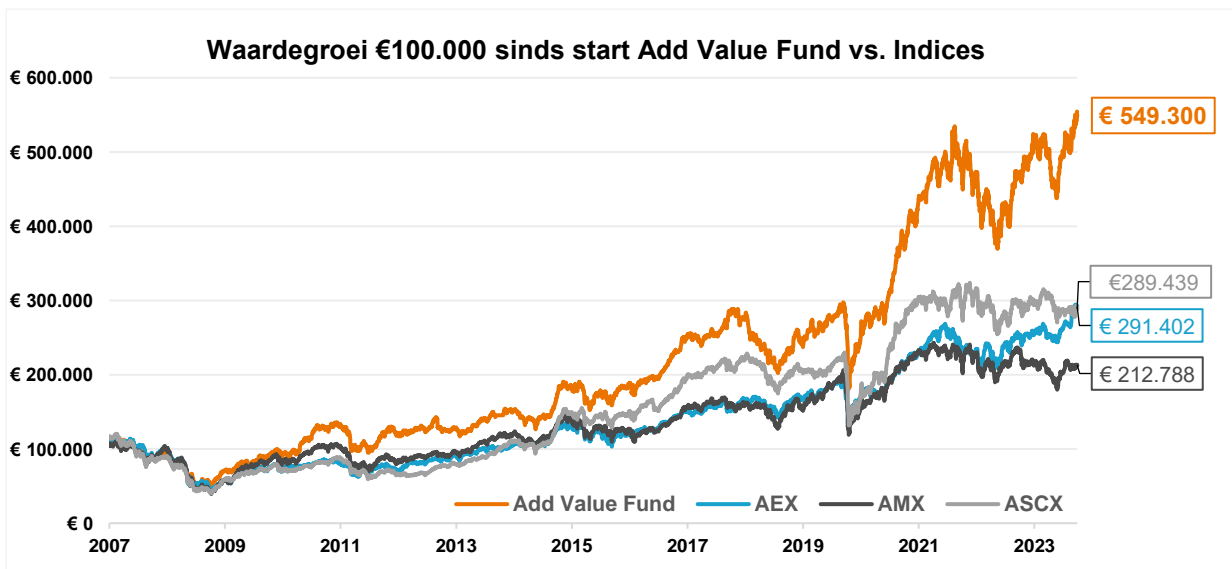
Het fondsvermogen per 29 februari 2024 bedroeg € 181,7 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 165,4 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind februari een creditsaldo en overige overlopende posten van 9,0% van het fondsvermogen.

- 1) In februari realiseerden 8 van de 11 participaties (= 73%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 3 van de 11 participaties (= 27%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Besi** het best in portefeuille. De onderneming rapporteerde een sterke orderstroom in het laatste kwartaal van vorig jaar;
- 3) De zwakst presterende participatie was **Ebusco**. Hiervoor was geen specifiek bedrijfsnieuws.

Rendement

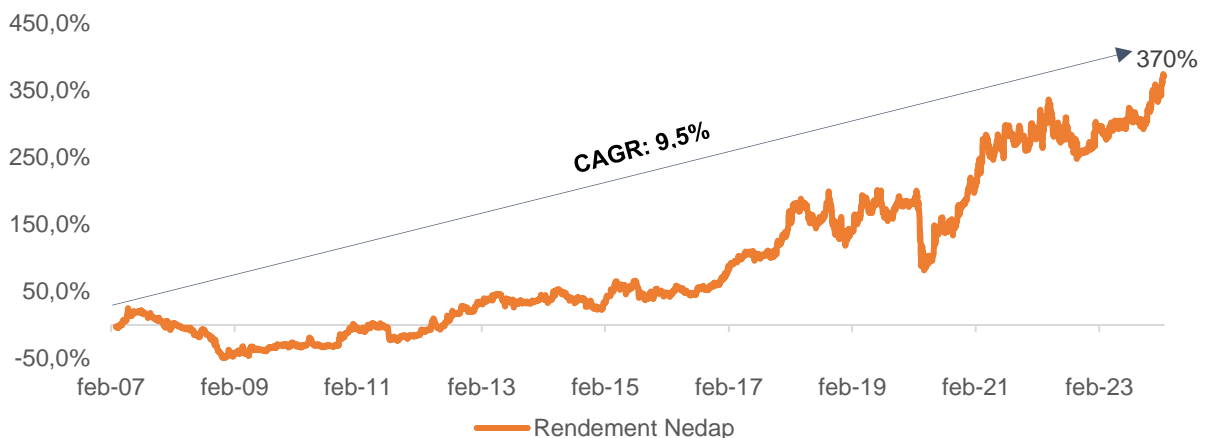


Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. BE Semiconductor Ind.	 20,0%	1. BE Semiconductor Ind.	 19,6%	1. Ebusco	 -18,1%
2. ASM International	 18,9%	2. Aalberts	 12,2%	2. Basic-Fit	 -7,6%
3. Nedap	 12,9%	3. ASM International	 9,2%	3. Sif Holding	 -5,7%



Add Value Fund breidt belang in Nedap uit tot boven de 5%

In dit maandbericht speciale aandacht voor onze participatie Nedap. Deze innovatieve en hoogtechnologische onderneming uit Groenlo heeft nationaal, Europees of wereldwijd leidende marktposities in slimme RFID- en softwareoplossingen. Software voor zorginstellingen, automatisering voor de veehouderij, voorraadbeheersystemen voor 's werelds grootste *omnichannel retailers* en toegangscontrolesystemen voor kritieke infrastructuur. Nedap maakt sinds onze oprichting in 2007 onderdeel uit van onze portefeuille. Over die periode was het cumulatieve rendement 370%, oftewel 9,5% geannualiseerd. Omdat wij van mening zijn dat deze transformerende *high-tech* onderneming – van hardware naar software – aan de vooravond staat van een significante omzet- en winstgroei, hebben wij recent ons belang opgetrokken tot boven de 5%.

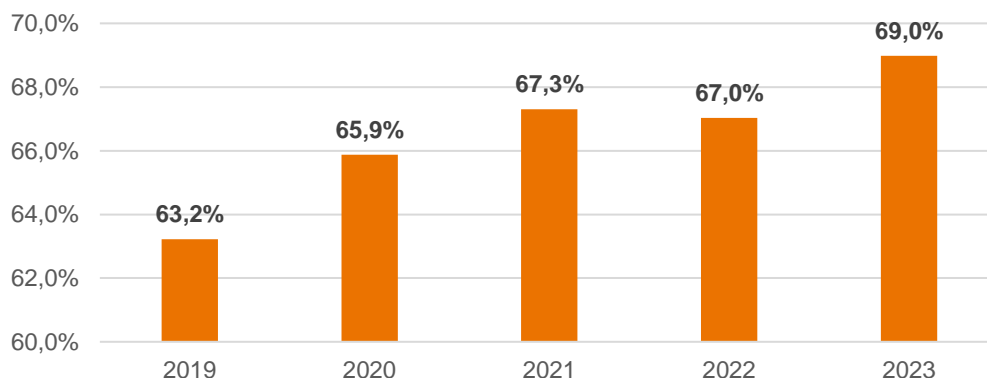


Bron: Datastream

Over de afgelopen 17 jaar heeft Nedap een metamorfose ondergaan. De onderneming ontwikkelde zich van klassieke elektronica toeleverancier naar een software georiënteerd technologiebedrijf met eigen producten en slimme oplossingen voor verschillende eindmarkten met als rode draad *Radio Frequency Identification* (RFID) en software. Nieuwe innovaties speelden daarbij altijd een belangrijke rol. De eigen productie- en logistieke activiteiten werden in fases afgebouwd en uitbesteed aan productiepartners. Daarnaast werden niet-kernactiviteiten verkocht of uitgefaseerd. De onderneming creëerde hiermee meer focus en schaalbaarheid.

Door zich sterk te concentreren op innovatie en onderzoek & ontwikkeling (nu 18% van de omzet) wist Nedap tevens zijn onderscheidend vermogen ten opzichten van concurrenten te verhogen. Het gevolg? Een significante stijging van de wederkerende omzet (nu 32% van de totale omzet) en een forse toename van de toegevoegde waarde marge. Die steeg van circa 44% in 2010 naar 62% in 2018 en 69% in 2023, een nieuw record.

Toegevoegde waarde marge ontwikkeling 2019 - 2023



Bron: Jaarverslagen Nedap

Daarnaast is Nedap doelgerichter geworden in zijn (investerings)keuzes. In het verleden werd de onderneming nog wel eens verweten te veel een Willie Wortel te zijn. Aan nieuwe slimme uitvindingen geen gebrek, aan commercieel momentum des te meer. Deze periode ligt echter achter ons. Door de organisatie onder te verdelen in vier kernsegmenten (waren er nog 11 in 2007 en zeven in 2019) is er meer duidelijkheid en focus gecreëerd. Wij zien voor deze *key business units*, te weten **Healthcare**, **Livestock Management**, **Retail** en **Security**, de komende jaren een stevig groeipotentieel. In de marktgroepen *Identification Systems* en *Light Controls* ligt de nadruk met name op rendementsverbetering. De varkens *business* bij *Livestock Management* is vorig jaar uitgefaseerd en de investeringen bij *Staffing Solutions* worden afgebouwd.

Tegelijkertijd heeft de onderneming de afgelopen vijf jaar veel geïnvesteerd in toekomstige groei. Dat valt vooral terug te zien in de sterke groei van het personeelsbestand. Van de ruim 1.000 Nedappers (+300 ten opzichte van 2018) is 55% in de laatste vijf jaar aangetrokken. De sterke stijging van de personeelskosten (2023: +23%) hebben de afgelopen jaren een drukkend effect gehad op de operationele winstmarge. De huidige EBIT-marge van 10,4% ligt daardoor onder de 15% die de onderneming zichzelf als doelstelling heeft gegeven voor 2025/26. Doordat de personeelskosten de komende jaren veel minder hard zullen stijgen dan de omzetgroei, verwachten wij de komende jaren een forse stijging van de EBIT-marge tot ver boven de eigen doelstelling van 15%.

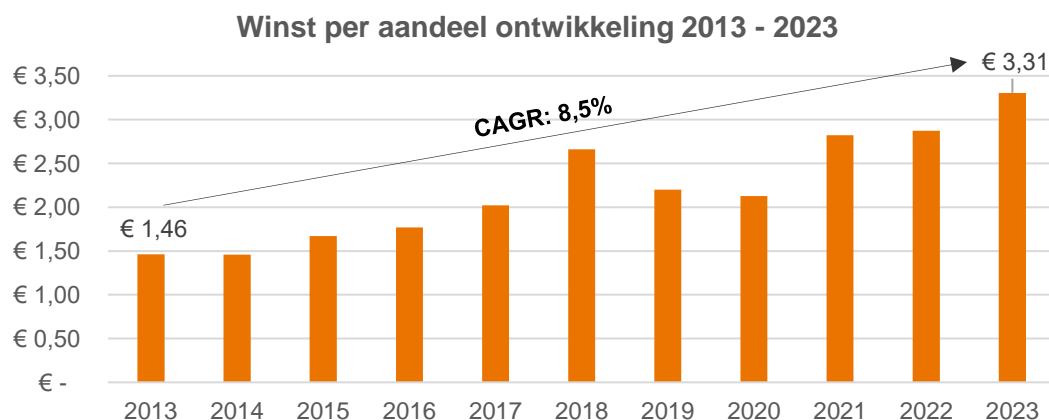
Op basis van onze aannames in combinatie met de leidende marktposities maar nog beperkte marktaandelen in de meeste eindmarkten (behalve Healthcare), verwachten wij dat de omzet de komende zeven jaar nagenoeg kan verdubbelen van € 262 miljoen in 2023 naar € 500 miljoen in 2030. Door de sterke operationele hefboom, hogere omzet per medewerker (2023: € 262K) tegen procentueel lagere bedrijfskosten (2023: 55% van de omzet), is een EBIT-marge van minimaal 18% haalbaar. Dit zal dan resulteren in een winst per aandeel van circa € 11,-. Op basis van de historische koerswinstverhouding van de afgelopen vijf jaar van 20, zou de beurskoers in 2030 alsdan € 220,- moeten noteren. Oftewel, een ruime verdrievoudiging ten opzichte van de huidige beurskoers van € 68,-.

Onderstaand geven we aan hoe we tot deze conclusie en waardering zijn gekomen. Maar allereerst bespreken wij kort de bedrijfsresultaten over het vorige boekjaar. Daarna zoomen wij in op de vier kernsegmenten en hun onderliggende groeidrijvers. Als laatst gaan wij in op onze korte- en middellange termijn groei- en winstgevendheidsverwachtingen voor de onderneming.

Wederom dubbelcijferige omzetgroei legt sterke basis voor 2024 en daarna

In 2023 steeg de omzet van Nedap met 14% naar ruim € 262 miljoen (2022: € 231 miljoen +11%). De operationele winst nam met 16% toe naar ruim € 27 miljoen. Er was dus sprake van een lichte stijging van de operationele winstmarge; van 10,3% in 2022 naar 10,4% vorig jaar. De winst per aandeel nam met ruim 15% toe naar € 3,31, een nieuw record. De wederkerende omzet groeide met 19% en maakt nu 32% van de totale omzet uit.

De samengestelde groei van de winst per aandeel over de afgelopen 10 jaar bedroeg 8,5%. Dat ligt net boven onze interne doelstelling van minimaal 7,5% winstgroei per jaar.



Bron: Jaarverslagen Nedap

Een deel van deze forse omzetgroei afgelopen jaar kan worden verklaard door inhaalvraag van orders die door problemen in de toeleveringsketen in 2022 niet geleverd konden worden. Het gros kwam echter door marktaandeelwinst en de omzetgroei in de vier kernsegmenten.

Nagenoeg alle marktgroepen, behalve *Staffing Solutions*, droegen bij aan de omzetgroei en het bedrijfsresultaat. De Healthcare divisie wist zich wederom positief te onderscheiden. Zowel in de geestelijke gezondheidszorg, ouderenzorg als in de gehandicaptenzorg werd marktaandeel van concurrenten gewonnen. In 2024 verwacht het management verdere groei.

Ook binnen *Livestock Management* was er groei. Uitgestelde orders werden uitgeleverd en installatiepartners hadden een druk eerste halfjaar. In de tweede jaarhalf nam de investeringsbereidheid onder (melkvee)boeren echter af, door een dalende melkprijs, gestegen voerprijzen en marktrentes. Desondanks gaat de onderneming ook in dit segment uit van groei dit jaar, waar het zwaartepunt in de tweede jaarhalf zal liggen.

Binnen het *Retail* segment steeg ook de omzet. Maar ook hier was er in de laatste zes maanden van 2023 sprake van vraaguitval, vooral door verslechterende economische omstandigheden bij de *retailers* zelf. Het toevoegen van enkele nieuwe grote klanten (onder andere Levi's, PacSun en Footlocker) maakte dit echter meer dan goed. Ondanks lastige marktomstandigheden denkt het management het succesvolle jaar 2023 te kunnen voortzetten in 2024, met de kanttekening dat ook bij dit kernsegment het zwaartepunt in het tweede halfjaar zal komen te liggen.

Security Management begon en eindigde 2023 sterk. Ook hier wist Nedap veel leveringsachterstanden in te halen. De vraag naar gecertificeerde beveiligingssystemen blijft onverminderd hoog. Dit jaar zal de omzet niet meer van dit inhaaleffect profiteren en daarom naar verwachting op hetzelfde niveau blijven liggen als in 2023.

Nedap is gefocuster en doelgerichter geworden

Tijdens de beleggersdag in 2021 maakte de onderneming zijn nieuwe strategie, genaamd **Step Up!**, bekend. De rode draad: Nedap moest zijn middelen, te weten commerciële kracht en productontwikkeling, doelgerichter gaan inzetten. Als onderdeel hiervan werd de onderneming onderverdeeld in vier kernmarkten: **Healthcare, Livestock Management, Retail** en **Security**. Gemeenschappelijke kenmerken: een duidelijk groeipad naar marktleiderschap, aantrekkelijke financiële resultaten en voldoende groeipotentieel voor de toekomst.

Door deze gesterkte focus op de relatie tussen enerzijds onderzoek & ontwikkeling (18% van de totale omzet) en anderzijds omzetgroei is de hele Nedap-organisatie meer markt- en doelgericht gaan opereren. Activiteiten die niet gericht zijn op een kernmarkt zijn afgeschaald of beëindigd. Nedap maakte dan ook bekend investeringen in *Identification Systems* en *Light Controls* te beperken tot een minimum en de varkensactiviteiten volledig uit te faseren.

Het personeel wat hiermee is vrij gekomen wordt zoveel mogelijk ondergebracht bij de vier kernmarkten. Met ruim 1.000 medewerkers (+100 ten opzichte van vorig jaar) heeft Nedap nu een organisatieomvang die klaar is voor verdere groei. Hierbij moet worden aangemerkt dat ruim 55% van het huidige personeelsbestand in de afgelopen vijf jaar bij Nedap is gekomen. Ook de samenstelling van het personeelsbestand is sterk veranderd. De blauwe jassen van de Nederlandse apparatenfabriek hebben plaatsgemaakt voor de witte jassen van de softwareontwikkelaars op de Nedap campus.

Sterk stijgende personeelskosten hebben de winstmarge de afgelopen jaren gedrukt

Dat bij Nedap de afgelopen vijf jaar door een forse toename van het personeelsbestand de kost voor de baat is uitgegaan mag geen verassing zijn. Een gestage stijging van het percentage personeelskosten van de totale omzet heeft er voor gezorgd dat de operationele winstmarge in 2023 met 10,4% nog ruim onder Nedap's doelstelling van richting de 15% in 2025 lag. Dit terwijl de toegevoegde waarde marge een nieuw record liet zien van 69%.

Onderstaande tabel laat dit duidelijk zien. De toegevoegde waarde (in euro's) per voltijdwerknemer (FTE) heeft zich de afgelopen vijf jaar gestaag positief ontwikkeld. De operationele winst per FTE ligt echter al drie jaar lang rond hetzelfde niveau. Normaliter zou een stijging van de eerste vanwege het operationele hefboomeffect gepaard moeten gaan met een stijging van de tweede. Dat dit de afgelopen drie jaar niet is gebeurd komt simpelweg omdat

de organisatie sterk is gegroeid ter voorbereiding op toekomstige groei. Groei die vanaf 2024 moet gaan resulteren in een hogere operationele winstmarge.

	2019	2020	2021	2022	2023
Aantal FTEs	702	741	775	829	916
Toegevoegde waarde per FTE	€ 173.000	€ 169.000	€ 180.000	€ 186.000	€ 198.000
Operationele winst per FTE	€ 24.900	€ 23.100	€ 29.800	€ 28.700	€ 29.800
Personeelskosten als % van de omzet	37,9%	39,2%	40,2%	39,7%	42,7%

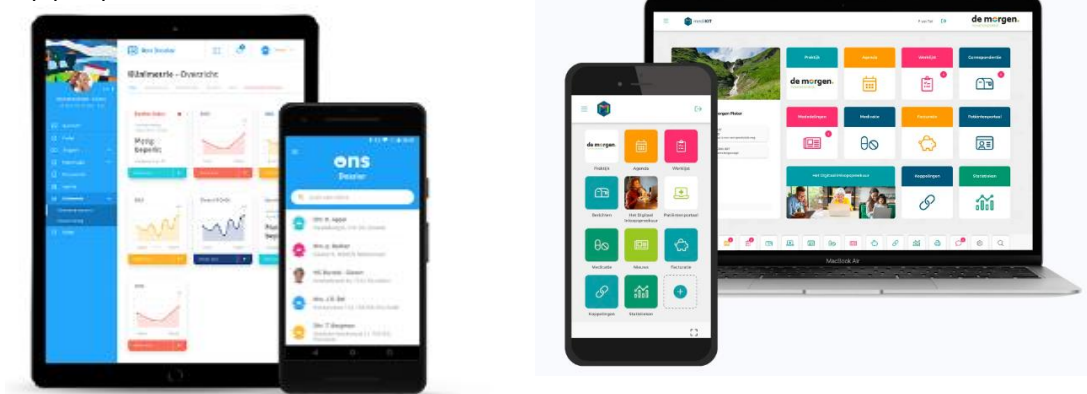
Bron: Jaarverslagen Nedap

Nadat we met het management hebben gesproken is ons duidelijk geworden dat het personeelsbestand de komende jaren niet meer zo hard gaat groeien als de afgelopen jaren het geval was. De huidige organisatie is nu groot genoeg om enkele jaren van omzetgroei te kunnen faciliteren. Wat voor effect dit gaat hebben op de operationele winstmarge zullen we later in de bericht uiteenzetten. Wij gaan allereerst namelijk de vier kernmarkten en hun onderliggende groeidrijvers in detail weergeven.

Healthcare

Nedap biedt softwarediensten aan die zorginstellingen in Nederland ondersteunen bij het plannen, registreren en administreren van zorg. Het is hiermee marktleider in de ouderenzorg, gehandicaptenzorg en sinds kort ook in de geestelijke gezondheidszorg. Meer dan 1.700 organisaties maken bijvoorbeeld gebruik van Ons® (elektronisch cliëntendossier). Daarnaast heeft de digitale gezondheidsomgeving Caren meer dan vierhonderdduizend gebruikers.

Met de recente overname van MediKIT (huisartseninformatiesysteem) wil Nedap zich ook gaan richten op de huisartsenmarkt. Deze aantrekkelijke softwaremarkt is net zo groot als de ouderenzorgmarkt en kan daarom op termijn tientallen miljoen euro's aan omzet bijdragen. Het is een sterk signaal dat de oprichter van MediKIT, Pieter van Tiel (voorheen zelf huisarts), heeft besloten om aan te blijven en zich met volle energie blijft inzetten onder de Nedap-paraplu.



Links: Ons®, een integrale software-suite voor de zorg; Rechts: MediKIT, informatiesysteem voor huisartsen

Het verdienmodel van Nedap Healthcare wordt gekarakteriseerd door opbrengsten uit abonnementen die, anders dan de meeste Nedap-activiteiten, als diensten worden verantwoord in de jaarrekening.

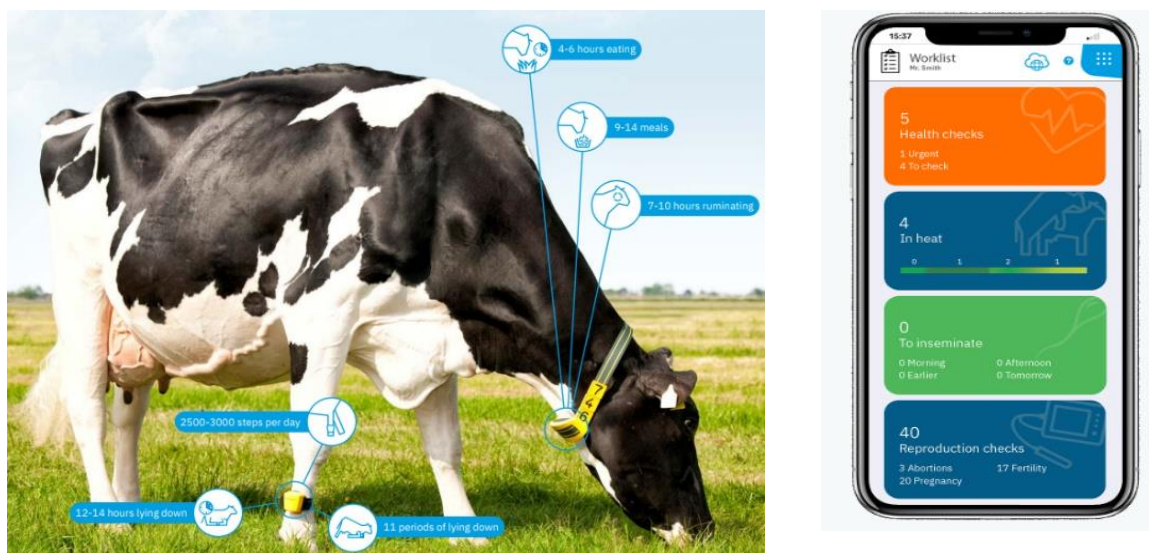
Nedap heeft aangegeven dit jaar verdere groei te verwachten en ook in de jaren daarna staan alle seinen op groen. Wij verwachten onder andere: **1)** Een verdere uitbouw van het marktaandeel in de ouderenzorg **2)** Een versterking van de marktpositie in het segment van de gehandicaptenzorg en de GGZ **3)** Het vergroten van het aantal applicaties in beide markten en **4)** Het winnen van marktaandeel in de huisartsenmarkt.

Livestock Management

Binnen Livestock Management ligt de nadruk op agrarische automatisering aan de hand van individuele dierenidentificatie voor grote melkveehouderijen. Nedap's koemonitoring en -management systeem CowControl zet SmartTag informatie om in relevante attenties, werklijsten, rapporten en stalplattegronden die de veehouder helpen de veestapel te managen en onder controle te houden. De Nedap CowControl oplossingen verhogen de prestaties van de veestapel en besparen de veehouder tijd, arbeid en kosten.

Daarnaast heeft de onderneming recent het Nedap Now cloud platform gelanceerd. Met behulp van dit platform krijgen gebruikers van CowControl extra inzicht, op ieder moment en op iedere plek in de wereld, in de prestaties van hun veestapels. Ook wordt het nu makkelijker voor Nedap om extra applicaties toe te voegen aan het platform.

Ook is Nedap vorig jaar begonnen met de uitrol van SmartTag-as-a-service. In plaats van een relatief hoge *start-up fee* bij de aanschaf van een SmartTag, betaald de boer onder dit model een maandelijks vast bedrag per koe. Dit brengt voor de boer de kosten en opbrengsten meer in balans. Ondanks dat dit voorlopig nog vooral een Amerikaanse aangelegenheid is zullen overige werelddelen naar verwachting ook op dit lucratieve verdienmodel met een hoge wederkerende omzet overgaan.



Links: **Nedap CowControl™**, een alles-in-een monitoringssysteem voor de boer; Rechts: Nedap Smarttag om de nek van de koe

Na vorig jaar sterk gegroeid te zijn verwacht het management ook dit jaar weer groei, met het zwaartepunt in de tweede helft van het jaar. Ook de trends op de middellange termijn zijn duidelijk. Van de wereldwijd circa 400 miljoen melkkoeien worden er circa 40 miljoen gehouden door boerenbedrijven die in aanmerking komen voor Nedap's oplossingen (100+ melkkoeien). Via *businesspartners* heeft Nedap een bereik van circa 90% van de boerenbedrijven, oftewel 36 miljoen melkkoeien. Hiervan maakt echter nog maar 15% tot 20% gebruik van slimme SmartTags.

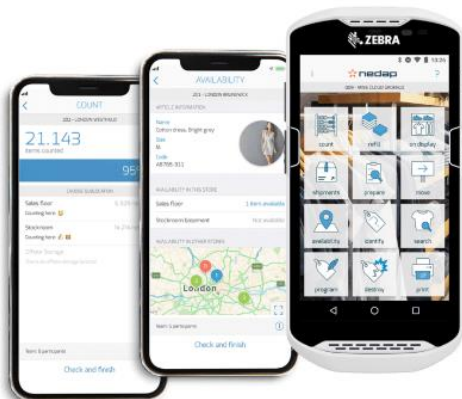
Op den duur zullen ook de overige boerenbedrijven over gaan op slimme Nedap technologie, als wereldmarktleider en innovatievoorloper is Nedap een voor de hand liggende keuze. Daarnaast heeft Nedap een oplossing ontwikkeld die met behulp van slimme camera's kreupelheid bij koeien kan detecteren. Deze technologie wordt op moment van schrijven bij een aantal boerenbedrijven in de Verenigde Staten getest. Aangezien circa 25% van de koeien op termijn kreupel wordt is ook dit een enorme groeiemarkt voor de onderneming.

Conform verwachting heeft de onderneming besloten om de (verlieslatende) varkensbusiness volledig uit te faseren. Het team is afgeschaald en twee businesspartners van Nedap zetten de wereldwijde activiteiten voort. De achthonderdduizend euro aan kosten die hiermee gepaard gingen hadden een negatieve impact van 30 basispunten op de operationele winstmarge.

Retail

Nedap is wereldmarktleider in RFID-oplossingen voor geoptimaliseerd voorraadbeheer, vereenvoudigde winkelprocessen en de preventie van derving. Wat ooit begon als het beveiligingspoortje bij de ingang van warenhuizen, supermarkten en winkels is uitgegroeid tot een heus productbeschikbaarheidssysteem. Nedap's innovatie, ID Cloud, is het grootste en snelst groeiende digitale voorraadbeheersysteem voor *fashion retailers* ter wereld. Dit systeem verhoogt de voorraadnauwkeurigheid van 70% naar 98% en leidt daardoor tot meer omzet voort de *retailer*.

Afgelopen jaar heeft Nedap wederom enkele vooraanstaande *retailers* aan zijn platform weten te binden. Onder andere Lululemon met wereldwijd 600 winkels, PacSun met circa 300 winkels in de Verenigde Staten, Lindex met circa 400 winkels in Europa en alle 650 winkels van Foot Locker in Europa.



Links: de iD Cloud App; Rechts: de ID gate pro

Ook heeft Nedap recent bekend gemaakt dat het voor snelgroeiend sportmerk On zijn iD Cloud-platform ook in distributiecentra gaat inzetten. Op deze manier kan On elk item van bron tot consument volgen en traceren. Daarnaast heeft Nedap de lancering van ID gate pro bekendgemaakt. Dit systeem combineert RFID-technologie met dervingpreventie en biedt retailers niet alleen een zeer betrouwbare detectie, maar presteert ook zonder gebruik te maken van tag-free zones (ruimtes waar geen kleding opgesteld kan worden).

Waar Nedap in het verleden moeite had om voet aan de grond te krijgen in het Amerikaanse *retail* landschap staat er nu een volwaardig team van 25 werknemers met eigen budgetverantwoordelijkheid. Nedap is nu met iD Cloud de nummer één RFID-partner in de Verenigde Staten. Het mag dan ook geen verrassing zijn dat de stand van Nedap op de NRF (*National Retail Federation*) in New York in januari extreem druk bezocht was. Met enkele honderden bruikbare *leads* heeft het team de komende tijd zijn handen vol.



Nedap op de National Retail Federation 2023 in New York

Voor het gebruik van !D Cloud betalen klanten Nedap maandelijks een vast bedrag per winkel, waardoor de omzet een voorspelbaar en wederkerend karakter heeft. Het groeipotentieel is enorm, niet alleen in termen van het aantal *retailers* dat nog geen gebruik maakt van de slimme Nedap *software* maar ook het aantal extra softwaretoepassingen dat Nedap zijn bestaande klanten kan verkopen. Nedap moet op termijn 40.000 retailwinkels (eind 2021 >10.000) kunnen aansluiten op hun !D Cloud platform en het uiteindelijke doel moet op 100.000 liggen. Het groeipotentieel is namelijk enorm, want de algehele adoptie van RFID in de retailmarkt staat namelijk nog in de kinderschoenen!

Security Management

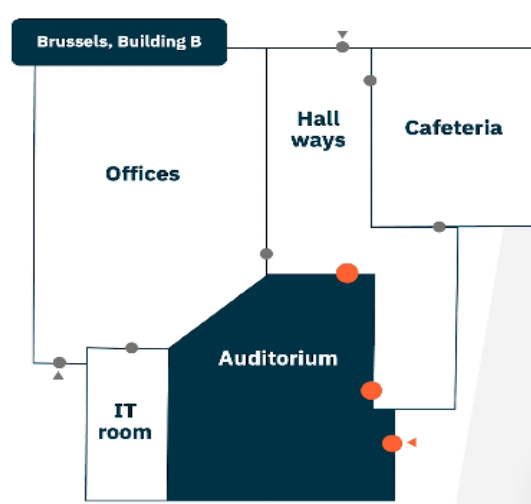
Binnen Security Management biedt Nedap wereldwijd oplossingen voor toegangscontrole en beveiligingssystemen. Nedap's oplossing AEOS combineert *hardware* met *software* om organisaties met kritieke infrastructuur beveiliging van het hoogste niveau aan te bieden. Van draadloze sloten, video management tot aan biometrische toegang; AEOS is de gouden standaard in de industrie. Meer dan een kwart van de *multinationals* met een hoofdkantoor in Europa maakt gebruik van Nedap's beveiligingssystemen, waaronder Unilever en ING. Dagelijks worden er ruim 50 miljoen deuren geopend met Nedap-technologie.



Als platform gebaseerd op open standaarden biedt AEOS flexibiliteit en schaalbaarheid, zonder concessies te doen aan beveiliging of gebruikerservaring

Omdat vrijwel alle (grote) organisaties al gebruik maken van een vorm van beveiliging is de toekomstige groei in deze markt vooral afhankelijk van marktaandeelwinst. Innovatie is daarbij de sleutel. Eind vorig jaar lanceerde Nedap daarom *Access AtWork®*. Dit *SaaS (Software-as-a-Service)* toegangscontrolesysteem maakt het voor organisaties makkelijker om tegen een geringe investering hun gedateerde beveiligingssystemen (op locatie) te vervangen door *state-of-the-art* beveiligingssoftware. Vooral midden- en kleinbedrijven voor wie het onderhouden van eigen infrastructuur simpelweg niet rendabel zijn een aantrekkelijke doelgroep.

Daarnaast heeft de onderneming recent *Pace* gelanceerd. Op basis van een zogenaamde *digital twin* (een virtuele representatie van de echte wereld) kan een beheerder met deze software snel en intuïtief autorisaties beheren. Dit maakt het voor organisaties makkelijker om grote aantallen kaarthouders te *managen*. Pace werkt als overkoepelend systeem voor alle toegangscontrolesystemen en is daarom niet afhankelijk van specifieke *hardware*. Nedap kan dit systeem dus ook verkopen aan organisaties die niet gebruik maken van Nedap-apparatuur.

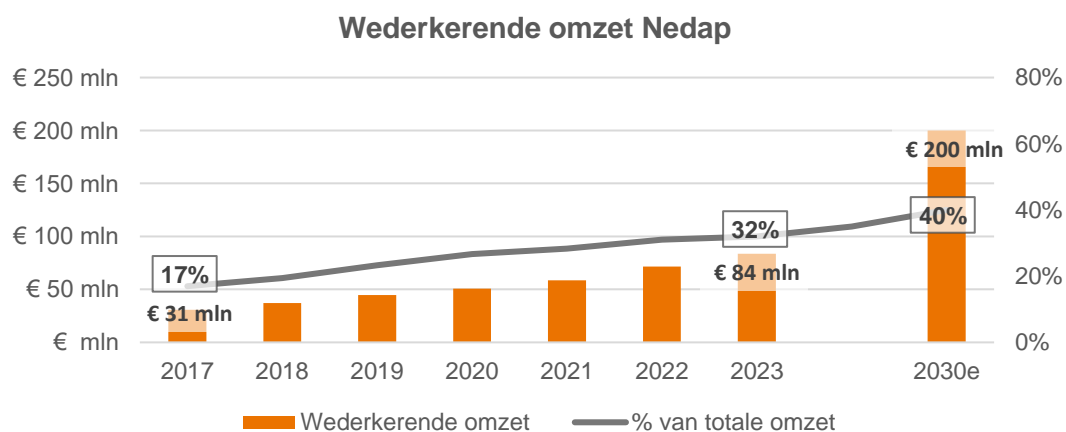


Access AtWork® verleent toegang tot ruimtes in plaats van deuren

Deze nieuwe innovaties moeten uiteindelijk de groei gaan dragen binnen het Security segment. Beide *software* producten zijn gebaseerd op een bedrijfsmodel waarbij de klant een vast bedrag per maand betaald. De opbrengst per gebruiker ligt daardoor hoger dan bij AEOS.

Voorspelbare en sterk groeiende wederkerende omzet zorgen voor hogere winstmarges

Het moge duidelijk zijn dat op basis van de hiervoor besproken groeidrijvers toekomstige omzetgroei min of meer verzekerd is. Een verdere stijging van de EBIT-marge richting de 15% doelstelling moet vooral worden bewerkstelligd door toenemende schaalvoordelen en een hoger aandeel van de wederkerende omzet. Zoals hierboven beschreven neemt de marktgroep Healthcare (100% wederkerende omzet) hierbij het voortouw. Maar ook de overige groepen focussen zich steeds meer op de wederkerende omzet. Binnen Livestock Management zien wij *SmartTag-as-a-service* als veelbelovend. !D Cloud bij Retail krijgt nu ook op de grote Noord-Amerikaanse markt steeds meer tractie en ook binnen Security heeft Nedap nu met Access AtWork® en Pace een wederkerende propositie.



Bron: jaarverslagen Nedap en verwachting AVF

Ondanks de positieve impact van de toename van de wederkerende omzet, heeft de forse stijging van de personeelskosten zoals eerder aangegeven zijn negatieve impact gehad op de operationele winstmarge. Vanaf het lopende boekjaar verwachten wij echter een structurele groei van deze EBIT-marge. Desondanks gaan wij er niet van uit dat Nedap's 15% doelstelling in 2025 wordt behaald.

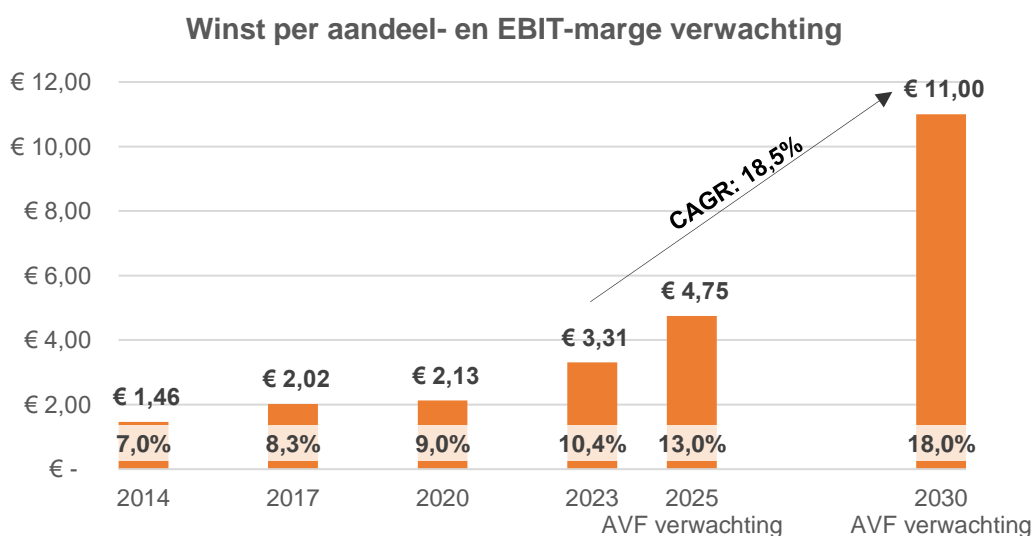
Hogere marges en een groeiende omzet resulteren in een aantrekkelijk rendement

Wij verwachten dan ook dat Nedap zijn doelstelling van een operationele winstmarge van richting de 15% niet in 2025, maar in het jaar daarna zal gaan realiseren. De onderneming heeft dat bij de jaarcijfers van 2023 min of meer ook aangegeven. Investerings in personeel (toekomstige groei) zijn op de korte termijn ten koste gegaan van de winst. Wij denken daarom dat de onderneming in staat moet zijn om in 2025 een omzet te realiseren van circa € 300 miljoen in combinatie met een operationele winstmarge van tenminste 13%. Omgerekend zal Nedap alsdan circa € 4,75 per aandeel (2023: WPA € 3,31) gaan verdienen. Ondanks de lagere dan verwachte EBIT-marge, zal de winstgroei over de komende twee jaar een stevige 20% per jaar bedragen.

Welke koerswinstverhouding mag voor deze schuldenvrije snelgroeiende onderneming gehanteerd worden? Op basis van onze omzetgroei-verwachting in de vijf jaar na 2025 (10%+) in combinatie met het door ons verwachte operationele margeherstel vinden wij een koerswinstverhouding van 20 meer dan gerechtvaardigd. Wanneer wij deze waardering aanhouden zou het aandeel Nedap eind 2025 circa € 95,- per aandeel waard moeten zijn. Dat betekent een koersrendement van ruim 18% per jaar vanaf het huidige koersniveau. Inclusief het verwachte jaarlijkse dividendrendement van 4,5% (nu 4,7%), komt het totale rendement tot en met 2025 uit op 22,5% per jaar.

Door de toenemende voorspelbaarheid van de omzet en leidende marktposities in de vier kernsegmenten, zijn wij in staat om een redelijk goede omzet- en winstinschatting te maken voor de periode na 2025. Immers, Nedap ligt uitstekend op koers om onze omzetvoorspelling van € 300 miljoen en winst per aandeel prognose van € 4,75 uit onze [investment case uit 2019](#) te gaan realiseren. Wij denken dat Nedap in staat moet zijn om zijn omzet in de periode 2025-2030 met minimaal 10% per jaar te laten groeien. De magische grens van € 500 miljoen omzet in 2030 ligt daarmee in het verschiet. Een verdere groei van de wederkerende omzet, toegevoegde waarde marge en omzet per medewerker, gecombineerd met lagere personeelskosten als % van de omzet, moet een verdere expansie van de operationele winstmarge teweegbrengen. Het motto moet dan ook zijn; meer omzet doen met relatief minder mensen!

Wanneer wij voor 2030 conservatief uitgaan van een toegevoegde waarde marge van 71% (2023: 69%) en van personeelskosten die 39% (2023: 43%) van de omzet uitmaken, ligt een EBIT-marge van 18% binnen handbereik. Dit percentage aan personeelskosten is overigens vrijwel gelijk aan 2020 en zelfs hoger dan het percentage in 2019. Onze omzetprognose van € 500 miljoen, gecombineerd met een EBIT-marge van 18%, resulteert omgerekend in een winst per aandeel van circa € 11,- in 2030. Wanneer wij de gemiddelde koerswinstverhouding van de afgelopen vijf jaar aanhouden van 20 keer, dan zou het aandeel Nedap eind 2030 circa € 220,- waard moeten zijn. Oftewel, meer dan het driedubbele dan de huidige beurskoers!



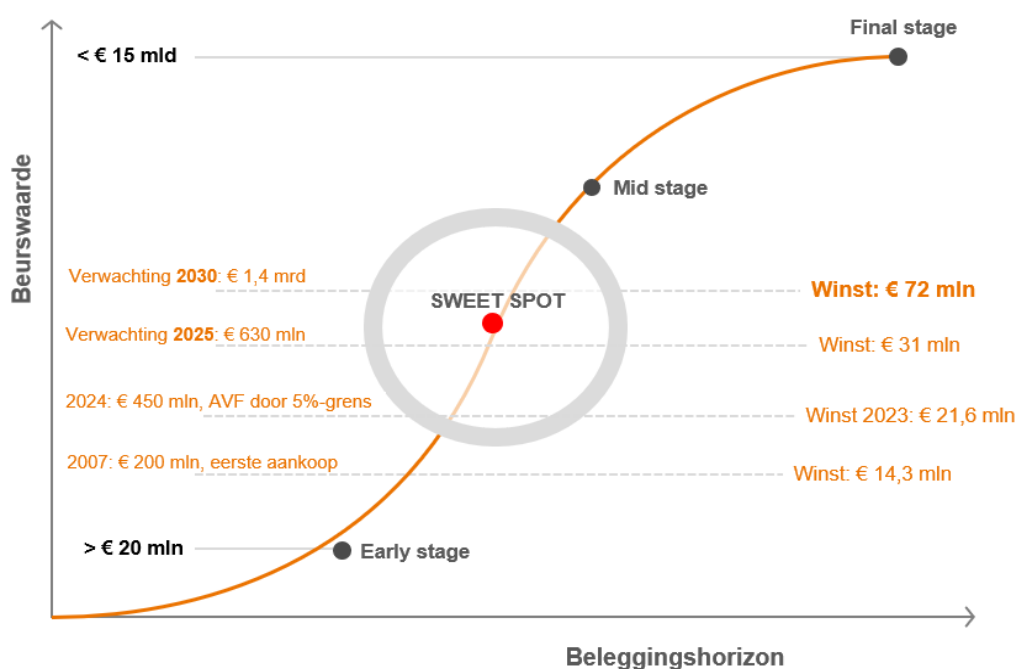
Bron: jaarverslagen Nedap en verwachtingen AVF

Nedap bevindt zich in de sweet spot van de S-curve

Indien Nedap inderdaad in staat is om in 2030 € 500 miljoen aan omzet en € 90 miljoen een operationele winst te behalen dan verdient de schuldenvrije onderneming naar onze mening een beurswaarde van circa € 1,5 miljard. Dit zou betekenen dat de onderneming op de radar komt van grotere buitenlandse beleggers. Dit en de transformatie van hardware naar softwareonderneming zou op den duur een forse stijging van de koerswinstverhouding teweegbrengen kunnen brengen richting 30 of hoger. Immers, Europese softwareondernemingen staan momenteel zelfs 30 tot 50 keer de winst en zelfs soms zes tot tien keer de omzet. Alle ingrediënten zijn hiervoor immers beschikbaar: snelgroeiende en hogere wederkerende omzet als percentage van de omzet (richting 40%), hogere voorspelbaarheid van de omzet en winst, sterkere winstgroei (>20%) en toenemende nettowinstmarges (>15%).

“Nedap moet in staat zijn om in 2030 € 500 miljoen omzet te realiseren met een bijbehorende nettowinst van circa € 75 miljoen”

Met een verwachte samengestelde groei van de winst per aandeel van meer dan 18% over de periode 2023 – 2030, ruimschoots boven onze doelstelling van tenminste 7,5%, zien wij de middellange termijn vooruitzichten voor Nedap met vertrouwen tegemoet. Niet voor niets hebben wij recent ons belang tot boven de 5% opgetrokken en is het aandeel momenteel de op twee na grootste participatie qua weging in portefeuille. Zoals we in onze [investment case uit 2019](#) destijds al hebben aangegeven, € 570 miljoen beurswaarde in 2025, ligt Nedap met de huidige beurswaarde van € 450 miljoen uitstekend op koers. De *high-tech* onderneming bevindt zich nu in de *sweet spot* van de *S-curve*. De versnelde omzet- en winstgroei vanaf 2025 moet er uiteindelijk voor zorgen dat beurswaarde gaat meestijgen naar een omvang van circa € 1,4 miljard in 2030. Nedap is *the best of all worlds* – hoge winstgroei en een hoog dividendrendement!



Bron: Datastream en verwachtingen AVF

Vooruitzichten

Na een aarzelende start in januari vonden de aandelenmarkten in februari, onder aanleiding van de AI-aandelen (met NVIDIA voorop), weer de opgaande *trend* en bereikten afgelopen week veelal nieuwe recordstanden. Ook Add Value Fund overtrof vorige week het oude record (€ 105,23) uit begin januari 2022 door forse koersstijgingen van chipmachinemakers ASMI en Besi. Dat het tij ook weer snel kan keren bleek uit de forse koersdreun (>25%) die Besi de afgelopen handelsdagen voor haar kiezen kreeg. Een nieuwsartikel op een onbekende Zuid-Koreaanse website over aangepaste industriestandaards voor de nieuwste generatie geheugenchips zorgde voor speculatie over de vooruitzichten van de nieuwe verbindingstechnologie ‘*hybrid bonding*’ van Besi. Hierdoor brak er paniek uit onder beleggers cq speculanten. De in iets meer dan twee maanden opgebouwde koerswinst van +30% (2023:+141%) verdween in twee handelsdagen als sneeuw voor de zon. Dat je als lange termijn belegger over een sterke maag moet beschikken en je niet moet laten (af)leiden door de waan van de dag, is na zo'n koersval wel een vereiste. Extreme winnaars hebben nu eenmaal vaak ook extreme koersreacties. Wij houden ons hoofd koel en focussen ons op de *business* en de lange termijn.

Dat er na nieuwsberichten of kwartaalcijfers extreme koersreacties kunnen optreden, zoals vandaag bij Basic-Fit (beurskoers -16%), biedt voor ons als actieve en lange termijn belegger kansen. Momenteel zijn er veel participaties in portefeuille die een sterke onderwaardering en verborgen waarde kennen. In dit maandbericht hebben we uitgebreid het groeipotentieel van de *high-tech* onderneming Nedap en het lange termijn opwaarts koerspotentieel (>225%) naar voren gebracht.

Nu nagenoeg al onze participaties hun jaarcijfers hebben gepresenteerd is het duidelijk geworden, waar we in voorgaande maandberichten al voor waarschuwde, dat het vierde kwartaal bij de meeste bedrijven en met name de vooruitzichten voor de eerste jaarhelft van 2024 niet helemaal meevallen. De afzwakkende economische groei sinds de zomer van 2023, hogere bedrijfskosten door inflatie en stijgende personeelskosten en hogere rentelasten zetten de bedrijfswinsten onderdruk. De gewogen winstdaling van onze portefeuille in 2023 is daardoor uitgekomen op 9%, iets meer dan de circa 8% die wij hadden voorspeld. In het eerstvolgende maandbericht zullen we dieper ingaan op de jaarcijfers 2023 van onze participaties en de vooruitzichten voor 2024.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Ondanks uitdagende macro economische omstandigheden en geopolitieke ontwikkelingen zijn wij positief gestemd over de winstgroeivooruitzichten van onze portefeuille. Het zwaartepunt zal echter komen te liggen in het tweede halfjaar. Per saldo zal naar verwachting 90% portefeuilleweging een winstgroei in 2024 realiseren in tegenstelling tot slechts circa 35% in 2023. Daarnaast verwachten wij een bovengemiddelde gewogen winstgroei van onze portefeuille van tenminste 15% in 2024.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding 2024 van 19,7 en een gewogen dividendrendement van 2,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma

Fund Manager & Managing Partner



Jordi Fierlings

Analist



Bastiaan Rogmans

Analist



Sacha Kipuw

Analist

Amsterdam, 14 maart 2024

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum. 449,3%	191,4%	112,8%	189,4%	
Fondsvermogen	€ 181,7 mln	2024	5,4%	8,2%	-2,6%	1,6%
Beurskoers	€ 104,67	2023	29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 104,36	2022	-23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
Aantal uitstaande aandelen	1.741.078	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
Valuta	EUR	2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
ISIN Code	NL0009388743	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%

Dividend	
Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	25 april 2023
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	16,3%	12,7%	18,5%	14,2%	10,5%
AMX-index	-8,4%	0,0%	6,2%	5,9%	4,5%

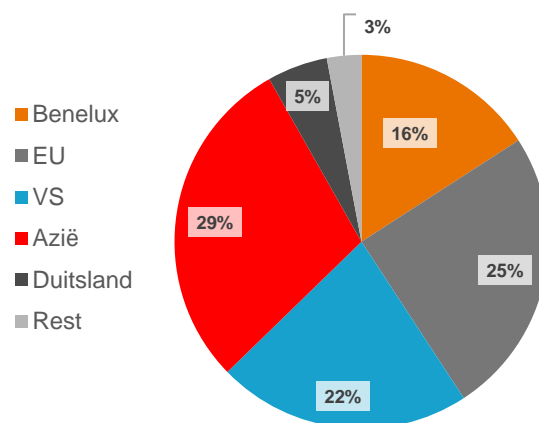
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 29-02-2024. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0,3	2,9
% Positieve maanden	61,6%	60,1%
% Positieve jaren	76,5%	70,6%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	70,6%	
Active share vs. AMX	89,1%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,7%	18,2%
Top-3 holdings % van totaal	50,7%	26,4%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	12,3%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	7,2%	
Beta (5 jaar)	0,97	
Beta (sinds begin)	0,93	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,91	0,47
Sharpe ratio (sinds begin)	0,81	0,72

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²³	23,7	14,4
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁴	19,7	13,0
Dividendrendement ²⁰²³	2,4%	3,3%
Dividendrendement ²⁰²⁴	2,9%	3,5%

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	43,0%	27,3%
> € 2 miljard	6,3%	55,2%
> € 1 miljard	15,7%	14,9%
> € 500 miljoen	13,4%	2,5%
< € 500 miljoen	21,6%	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.



Outperformance vs. referentie-index (AMX) in zowel goede als slechte tijden

