



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt bleef in april dicht bij huis. De AEX-Index steeg met 0,2% naar 878,8, de Amsterdam Midkap Index daalde met 0,7% naar 915,4 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 0,8% lager op 1.190,4.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in april met 2,2% van € 102,78 naar € 100,52. In april werd echter € 1,50 dividend per aandeel in contanten uitgekeerd. Gecorrigeerd voor deze dividenuitkering bedroeg het maandresultaat -0,7%. Over de eerste vier maanden van 2024 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +3,1% gerealiseerd.

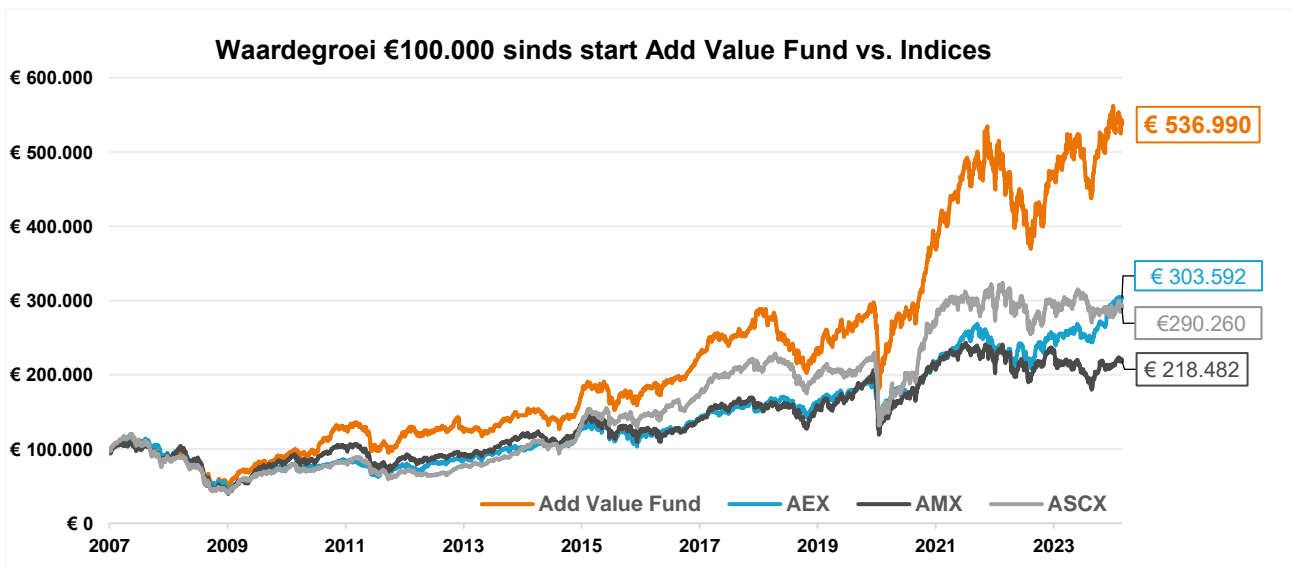
Het fondsvermogen per 30 april 2024 bedroeg € 156,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 151,6 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind april een creditsaldo en overige overlopende posten van 3,4% van het fondsvermogen.

- 1) In april realiseerden 4 van de 11 participaties (= 36%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 4 van de 11 participaties (= 36%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Flow Traders** het best in portefeuille. In dit maandbericht gaan we dieper in op de uitstekende kwartaalcijfers;
- 3) De zwakst presterende participatie was **Ebusco**. Hier was geen bedrijfsspecifieke reden voor.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	19,9%	1. Flow Traders	5,6%	1. Ebusco	-17,1%
2. BE Semiconductor Ind.	16,6%	2. ASM International	5,2%	2. BE Semiconductor Ind.	-11,6%
3. Nedap	13,9%	3. TKH Group	2,7%	3. Nedap	-8,0%



Maandbericht april

Deze maand aandacht voor participaties Kendrion en Flow Traders. De *fintech* onderneming met hoofdkantoor in Amsterdam rapporteerde uitstekende resultaten over het eerste kwartaal. De redenen achter deze sterke cijfers, maar vooral ook onze verwachtingen voor de toekomst, worden in de maandbericht uiteengezet. Ook bespreken wij de (positieve) implicaties van Kendrion's voorgenomen verkoop van zijn automobiellactiviteiten. Dit is strategisch de juiste keuze en een goede eerste stap om de zichtbare onderwaardering van Kendrion op de beurs te verkleinen.

Ook zijn afgelopen verslagmaand enkele van onze participaties met eerste kwartaalcijfers cq *trading updates* naar buiten gekomen. De cijfers van Nedap waren in overeenstemming met onze verwachtingen. ASMI rapporteerde uitstekende en beter dan verwachte Q1 cijfers en verhoogde de Q2 en H2 *outlook*. Daarentegen lag Besi's omzetverwachting voor het tweede kwartaal beneden onze verwachting. Dit werd echter grotendeels gecompenseerd door een positieve *outlook* van *advanced packaging orders*, met name de 25 tot 35 *Hybrid Bonding* machines, in het tweede kwartaal. Basic-Fit rapporteerde cijfers die redelijk in overeenstemming waren met onze verwachtingen.

Maar eerst Kendrion, dat zich met de aangekondigde desinvestering wil herpositioneren als industriële onderneming.

Kendrion herpositioneert zich als industriële onderneming – groeiprofiel en marges gaan omhoog

Begin april maakte Kendrion bekend het overgrote deel (80%) van zijn automobiellactiviteiten te verkopen aan Solero Technologies voor een ondernemingswaarde van € 65 miljoen. Er wordt afscheid genomen van Kendrion's Europese en Amerikaanse automobiellactiviteiten. De groeiende Chinese automobiellactiviteiten worden behouden, evenals een specifiek project met Volkswagen en de *sound business*. Op den duur zullen echter ook deze activiteiten worden uitgefaseerd. Investerings in capaciteitsuitbreiding en in onderzoek & ontwikkeling voor de overgebleven automobiellactiviteiten worden in ieder geval nu al stopgezet. In totaal gaan er 861 voltijdwerknemers mee naar Solero. Ook verwacht Kendrion een kostenbesparing te realiseren van circa € 8 miljoen op jaarbasis.

In ons maandbericht van augustus 2022 ([link](#)) sorteerden wij al voor op een eventuele verkoop van de automobiellactiviteiten. Onze analyse liet zien dat de resultaten, en de waardering op de beurs, negatief werden beïnvloed door de aanwezigheid van deze cyclische, krimpende en slecht renderende activiteiten. Ondanks de relatief lage verkoopprijs, zijn wij positief over deze beslissing. Pro-forma, op basis van de cijfers over boekjaar 2023 en exclusief de verkochte automobiellactiviteiten, blijft er ruim € 300 miljoen omzet en een EBITDA van € 42 miljoen (inclusief kostenbesparingen) over.

Met de verkoop van zijn automobiellactiviteiten kan Kendrion zich nu volledig focussen (tijd en kapitaal) op zijn industriële activiteiten. Deze zijn tweeledig. Binnen de remmentak ontwerpt en produceert de onderneming elektromagnetische remmen voor elektromotoren. Deze worden toegepast in onder andere windturbines, robots en in automatisch bestuurd voertuigen voor de logistieke markt. Dit segment profiteert van megagroeitrends zoals robotisering, elektrificatie en de industrie 4.0. De industriële aandrijf- en controlesystemen vormen het tweede onderdeel binnen de industriële divisie. Voorbeelden van Kendrion's toepassingen zijn inductieve verwarmingssystemen voor industriële processen, solenoïdes voor hoogspanningsschakelaars en industriële sloten.



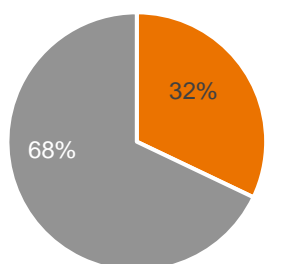
Bron: Kendrion, verschillende soorten **industriële remmen**

Aangezien het marge- en groeiprofiel in het industriële segment beide hoger liggen dan in de automobielfunctie, zal de transactie naar onze mening het bedrijfsprofiel van de onderneming aantrekkelijker maken. Hierdoor verwachten wij dat de significante onderwaardering op de beurs op den duur zal verkleinen.

Omdat de verkoop naar verwachting pas in het derde kwartaal van dit jaar effectief gaat plaatsvinden, kijken wij naar 2025 om de impact van de verkoop te kunnen analyseren. Beleggen is immers anticiperen en vooruitkijken.

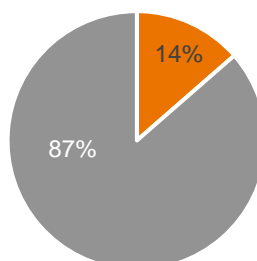
Over het afgelopen boekjaar rapporteerde Kendrion een omzet van ruim € 519 miljoen en een genormaliseerde EBITDA van € 53 miljoen (10,2% marge). Voor 2025 rekenen wij op een omzet van rond de € 330 miljoen en een EBITDA van circa € 50 miljoen (15,2%). Deze marge is gebaseerd op enerzijds de door Kendrion zelf aangegeven € 8 miljoen aan pro-forma kostenbesparingen, en anderzijds op een margeverbetering als gevolg van een volumegroeiherstel.

EBITDA verdeling 2023



■ Automobiel ■ Industrieel

EBITDA verdeling 2025 na desinvestering



■ Automobiel ■ Industrieel

Bron: Kendrion (2023), schattingen AVF 2025

Welke EBITDA *multiple* mag voor deze goed winstgevende en groeiende industriële onderneming worden betaald? Op basis van waarderingen van beursgenoteerde industriële ondernemingen met een vergelijkbaar groei- en margeprofiel, en rekening houdend met Kendrion's beperkte marktomvang, vinden wij een multiple van 8 keer EBITDA gerechtvaardigd. In combinatie met een nettoschuld van circa € 70 miljoen (inclusief de opbrengsten van de desinvestering) resulteert dat in een ondernemingswaarde eind 2025 van € 330 miljoen, oftewel circa € 21,50 per aandeel. Dit resulteert in een opwaarts koerspotentieel vanaf de huidige beurskoers van € 13,- van 65%.

Een positieve Capital Markets Day op 5 september aanstaande, met potentieel nieuwe verhoogde financiële doelstellingen, zou de sterke onderwaardering sneller teniet kunnen doen.

Flow Traders is het jaar sterk begonnen

In april rapporteerde de fintechonderneming Flow Traders uitstekende cijfers voor het eerste kwartaal, die veel beter waren dan verwacht. De netto handelsinkomsten kwamen uit op € 127 miljoen, een stijging van 17% ten opzichte van het eerste kwartaal vorig jaar en een stijging van maar liefst 74% ten opzichte van het vorige kwartaal. Hiermee wist de Europese marktleider in liquiditeitsverschaffing voor ETPs de verwachtingen van de markt, en die van ons, ruimschoots te overtreffen.

Sinds het teleurstellende resultaat in het tweede kwartaal van vorig jaar, we schreven hier in ons maandbericht van juli vorig jaar over ([link](#)), heeft de onderneming ieder kwartaal een beter resultaat laten zien. Dit valt terug te zien in onderstaand overzicht.

Kwartaalresultaten Flow Traders sinds 2021



Bron: Flow Traders

Het jaar 2023, en dan met name de laatste drie kwartalen, werd gekenmerkt door lage volatiliteit in alle markten waarin Flow Traders actief was. Deze trend zette zich voort in het eerste kwartaal van 2024, met uitzondering van de *digital assets* markt. In de cryptomarkt vond een enorme opleving plaats. Flow Traders investeert al meer dan zeven jaar in haar handelcapaciteiten voor deze markt en heeft hierin een leidende marktpositie gecreëerd. Dit wierp afgelopen kwartaal duidelijk zijn vruchten af.

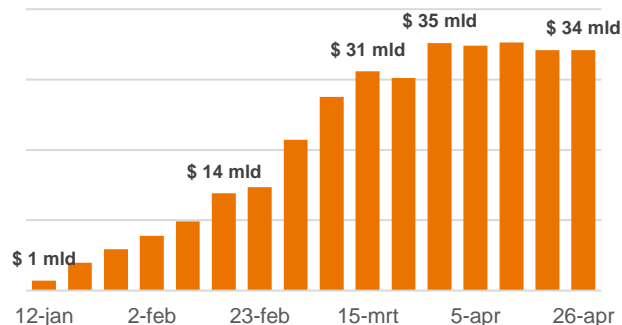
In januari dit jaar keurde de Amerikaanse beurswaakhond, de SEC, tien Bitcoin ETFs goed voor distributie. Dit bracht hernieuwde leven in de cryptomarkt. Niet alleen steeg de Bitcoin naar nieuwe recordhoogtes, ook namen de handelsvolumes fors toe. Als *ETP-powerhouse* profiteerde Flow Traders uiteraard met name van de fors hogere handel in Bitcoin ETPs. Deze vertienvoudigde ten opzichte van het vorige kwartaal. De iShares Bitcoin ETF brak zelfs een historisch record door binnen twee maanden meer dan \$ 10 miljard aan beheerd vermogen te realiseren. Het vorig record stond op naam van de SPDR Gold Shares ETF, die deed er maar liefst twee jaar over.

Goedkeuring van Bitcoin ETFs in Amerika zorgde voor explosieve groei en handel in crypto ETPs

Totale verhandelde waarde crypto ETPs



Beheerd vermogen Bitcoin ETFs Amerika in 2024



Bron: Flow Traders en The Block, beheerd vermogen Bitcoin ETFs is exclusief de Grayscale Bitcoin ETF, die \$ 19 miljard aan beheerd vermogen heeft per 26 april.

Het succes van de *spot* Bitcoin-ETF heeft de cryptomarkt op een nieuw groeipad gezet. Flow Traders zal hier in de komende periode flink van profiteren met de leidende positie die het heeft in deze nieuwe groeiemarkt. Het eerste kwartaal van dit jaar zien we dan ook als weer een bevestiging dat de diversificatiestrategie van Flow Traders goed werkt.

Doordat Flow Traders naast goede handelsresultaten ook zijn kosten in bedwang wist te houden steeg de nettowinst met 621% naar € 46 miljoen ten opzichte van het vierde kwartaal 2023. Door meer te doen met hetzelfde aantal mensen was het operationele hefboom effect vorig kwartaal dan ook sterk zichtbaar in de resultaten.

Naast meer doen met minder, is de onderneming ook van plan om het handelskapitaal te vergroten. Specifiek kijkt Flow Traders naar het ophalen van vreemd vermogen. De onderneming verwacht met een hoger handelskapitaal hetzelfde procentuele rendement (>50%) op het geïnvesteerde kapitaal te kunnen behalen.

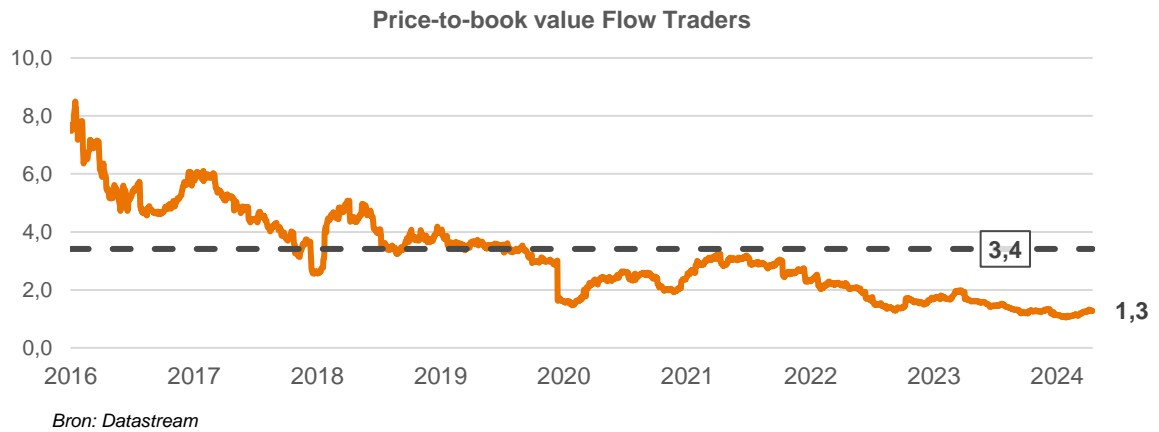
Wij gaan er nog altijd van uit dat Flow Traders in een normaal jaar een winst per aandeel van circa € 2,50 moet kunnen behalen. Met een winst per aandeel van € 1,06 in het eerste kwartaal is de onderneming dit jaar in ieder geval al goed op weg om dit te behalen. Met een *pay-out* ratio van 50% noteert Flow Traders momenteel op een zeer aantrekkelijk verwacht dividendrendement van ruim 6%.

Om naast een aantrekkelijk dividendrendement echter ook koersgroei te kunnen laten zien, moet de onderneming bewijzen dat het in staat is om de € 2,50 winst per aandeel in een normaal jaar te kunnen laten groeien. Want winstgroei is immers koersgroei. Op termijn ambieert de onderneming om te groeien naar € 1 miljard aan netto handelsinkomsten. Dit komt neer op circa € 10,- winst per aandeel. De focus op meer efficiëntie en het verhogen van het handelskapitaal zullen hierbij een grote rol spelen. Een forse winstexplosie die de onderneming kan laten zien ten tijden van extreem hoge volatiliteit op de beurs is wat ons betreft het kersje op de taart.

Onderwaardering ligt bij Flow Traders echter altijd op de loer. De huidige beurskoers staat momenteel maar net boven het eigen vermogen per aandeel. De lage waardering die het aandeel krijgt op de beurs is verklaarbaar door de hoge volatiliteit van de resultaten, de lage voorspelbaarheid en de afgenomen transparantie. De eerste twee zijn inherent aan het bedrijfsmodel, in vorige maandberichten hebben wij dit uitgebreid besproken. Het is belangrijk om door de beurscycli heen te kijken, waarmee de groei door de jaren heen zichtbaar wordt.

Dat Flow Traders sinds dit kwartaal niet meer de resultaten per regio rapporteert en ook geen inzicht geeft in de bijdrage per productgroep komt de transparantie van de onderneming niet ten goede. Hoewel dit vanuit concurrentieoogpunt begrijpelijk is, kan de markt de prestaties van de onderneming hierdoor minder goed beoordelen. Naar verwachting zal de onderneming vanaf de halfjaarresultaten bedrijfsprestaties rapporteren over de verschillende *asset classes* waarin het actief is, wat de transparantie en onderwaardering ten goede zal komen.

Flow Traders is sterk ondergewaardeerd



Het is nu aan de onderneming om te laten zien dat het in staat is om een hogere winst per aandeel te behalen in zowel rustige als volatiele beursjaren, waardoor ook de markt de onderneming naar waarde in gaat schatten. De huidige lage waardering en verwachtingen van de markt bieden naar ons inziens in ieder geval een opmaat naar een zeer aantrekkelijk rendement. De onderneming geeft in ieder geval een goed signaal af door eigen aandelen in te kopen.

Vooruitzichten

De aandelenmarkten bleven in april dicht bij huis en sloten nagenoeg onveranderd de maand af. De eerste kwartaalresultaten zorgden wel voor enige koersvolatiliteit van sommige individuele aandelen, zo ook bij een aantal van onze participaties.

Zoals uitgebreid toegelicht in dit maandbericht, steeg de beurskoers van Flow Traders door de veel beter dan verwachte kwartaalcijfers, waardoor het aandeel met een year-to-date performance van +12% op de vierde positie in onze portefeuille staat. Onze grootste participatie qua portefeuilleweging en beurswaarde, chipmachinemaker ASMI, spande de kroon na veel betere eerstekwartaalresultaten en een verhoogde *outlook* voor 2024. De beurskoers steeg op de dag van de cijfers met maar liefst 11% en het aandeel staat met een *year-to-date performance* van +28% fier aan kop in onze portefeuille.

De Q1 cijfers van chipmachinemaker Besi werden door beleggers minder goed ontvangen. De orderintake en met name de Q2 *outlook*, 0% tot 5% omzetgroei ten opzichte van Q1, stelden teleur. Het verwachte sterke herstel in de *back-end* chipindustrie laat naar alle waarschijnlijkheid een kwartaal langer op zich wachten. Traditiegetrouw zal Besi begin juni op haar jaarlijkse *Investor Day* de groeivoorzichten voor *advanced packaging* weer uit de doeken doen. De gewonnen opdrachten van 25 tot 35 *hybrid bonding* chipmachines (bijna verdubbeling van de *installed base*) die Besi onopvallend in het Q1 persbericht noemde, geeft alvast vertrouwen voor deze nieuwe verbindingstechnologie en de toekomst. Ook dit jaar zullen wij op de *Investor Day* in het Oostenrijkse Radfeld aanwezig zijn om de laatste technologische ontwikkelingen en de nieuwste generatie *hybrid bonding* machines met eigen ogen te aanschouwen.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

De gepubliceerde eerstekwartaalresultaten van onze participaties schetsen het beeld dat het dieptepunt is bereikt. Nadat het bedrijfsresultaat (EBITA) van onze participatie TKH Group in Q1 met 21% daalde gaf de technologieonderneming tegelijkertijd aan dat Q2 aanzienlijk (30% tot 45%) beter wordt dan Q1. Ook de *outlook* voor geheel 2024, een hogere omzet en EBITA ten opzichte van 2023, werd herhaald. Op de gisteren gehouden Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) in Haaksbergen kregen wij nog eens de bevestiging dat de orderingang in sommige activiteiten weer aan het toenemen is. Het orderboek voor de gehele TKH Group staat momenteel boven de € 1 miljard.

Ook de andere bezochte AvA's van onze participaties bevestigen ons beeld dat de bedrijfsprestaties in het tweede halfjaar veel beter zullen zijn dan het eerste halfjaar. Dit in tegenstelling tot vorig jaar waarbij het precies andersom was.

Wij houden dan ook vast aan de 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 19,4 en een gewogen dividendrendement van 3,1%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma

Fund Manager & Managing Partner



Jordi Fierlings

Analist



Bastiaan Rogmans

Analist



Sacha Kipuw

Analist

Amsterdam, 8 mei 2024

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum.	437,0%	203,6%	118,5%	190,3%
Fondsvermogen	€ 156,9 mln	2024	3,1%	12,7%	0,0%	1,9%
Beurskoers	€ 100,22	2023	29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 100,52	2022	-23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
Aantal uitstaande aandelen	1.560.550	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	30 april 2024
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	8,6%	9,6%	15,7%	13,5%	10,2%
AMX-index	-0,6%	-0,8%	5,5%	6,4%	4,6%

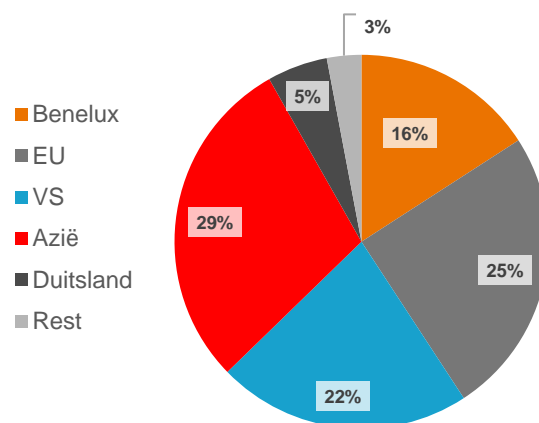
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 30-04-2024. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0,4	3,1
% Positieve maanden	61,6%	60,1%
% Positieve jaren	77,8%	66,7%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	72,2%	
Active share vs. AMX	88,4%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,8%	18,1%
Top-3 holdings % van totaal	44,2%	26,4%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	11,0%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	7,0%	
Beta (5 jaar)	0,96	
Beta (sinds begin)	0,93	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,88	0,48
Sharpe ratio (sinds begin)	0,78	0,69

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²³	24,2	14,7
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁴	19,4	13,2
Dividendrendement ²⁰²³	2,6%	3,3%
Dividendrendement ²⁰²⁴	3,1%	3,4%

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	37,8%	36,1%
> € 2 miljard	7,4%	43,9%
> € 1 miljard	16,2%	15,4%
> € 500 miljoen	15,9%	4,5%
< € 500 miljoen	22,7%	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

