

MAANDBERICHT JUNI 2024



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in juni een gemengd beeld zien. De AEX-Index steeg met 2,3% naar 923,9, de Amsterdam Midkap Index daalde met 6,6% naar 860,4 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 3,4% lager op 1.202,5.

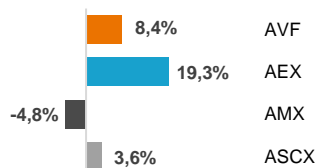
De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in juni met 0,7% van € 105,01 naar € 105,71. Over de eerste zes maanden van 2024 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +8,4% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 30 juni 2024 bedroeg € 164,1 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 156,2 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind juni een creditsaldo en overige overlopende posten van 4,8% van het fondsvermogen.

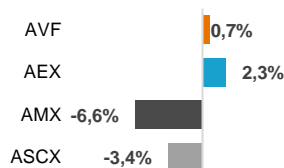
- 1) In juni realiseerden 3 van de 11 participaties (= 27%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 3 van de 11 participaties (= 27%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **BESI** het best in portefeuille. De onderneming hield begin juni zijn beleggersdag waarin het hogere winstmarges in het vooruitzicht stelde;
- 3) De zwakst presterende participatie was **Ebusco**. De onderneming trok zijn omzettoelstelling en positieve EBITDA voor 2024 in.

Rendement

%-verandering 2024 (incl. dividend)



%-verandering maand (incl. dividend)



Top-3 weging in portefeuille

in %

1. ASM International	19,7%
2. BE Semiconductor Ind.	19,7%
3. Nedap	13,0%

Top-3 stijgers

in %

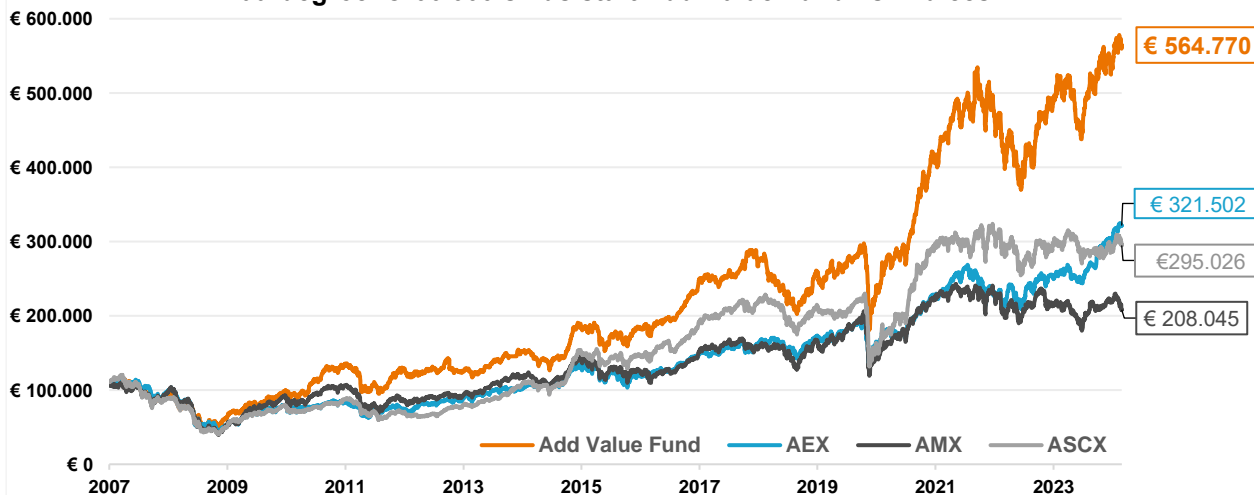
1. BE Semiconductor Ind.	15,7%
2. Sif Holding	15,4%
3. ASM International	11,2%

Top-3 dalers

in %

1. Ebusco	-42,5%
2. Aalberts	-13,1%
3. Basic-Fit	-10,6%

Waardegroei €100.000 sinds start Add Value Fund vs. Indices



Bedrijfsbezoek nieuwe kabelfabriek TKH in Eemshaven

Als *bottom-up* belegger willen wij het naadje van de kous weten. Risico ontstaat immers als je niet weet wat je aan het doen bent. Ons credo is dan ook, veel weten van weinig. Daarom bezoeken wij als betrokken en actieve lange termijn aandeelhouder regelmatig de fabrieken van onze participaties en mogelijke nieuwe investeringen in binnen- en buitenland. Onlangs hebben we een *research field trip* gedaan bij een drietal bedrijven in Noord-Italië en begin deze maand waren we aanwezig bij de beleggersdag van Besi in het Oostenrijkse Radfeld. In de fabriek van dit pittoreske dorpje konden wij de nieuwste generatie *hybrid bonding en thermal compression bonding* machines bewonderen en het lokale management aan de tand voelen. Eind juni kregen wij de unieke kans om de gloednieuwe en *state-of-the-art* kabelfabriek van onze participatie TKH te bezoeken in de Eemshaven te Groningen. In dit maandbericht doen we daarover uitgebreid verslag.

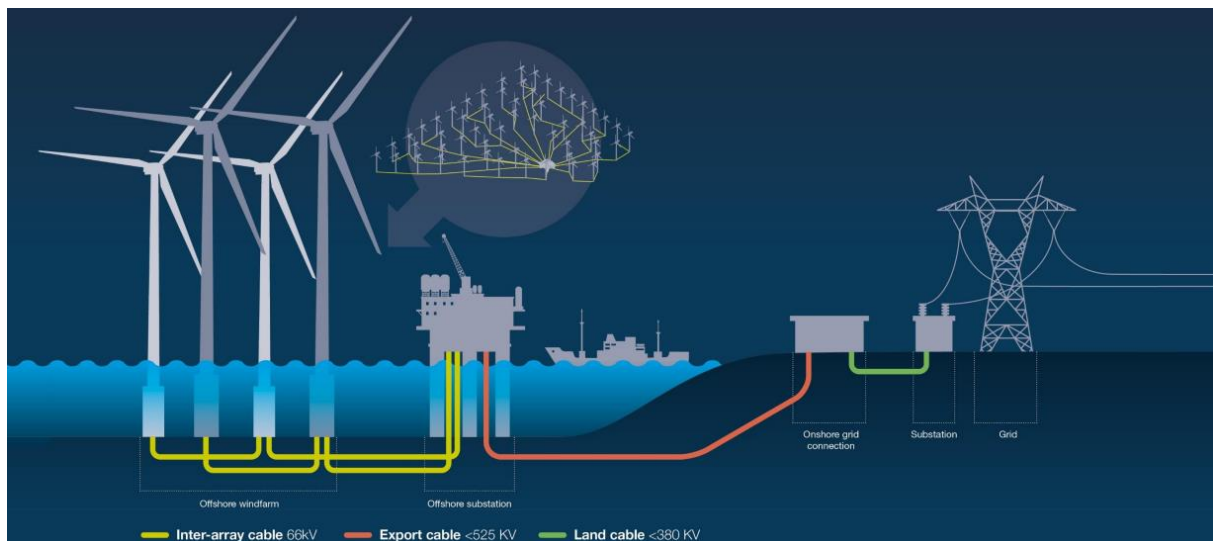
Oplossingen die bijdragen aan de verwezenlijking van de energietransitie vereisen aanzienlijke investeringen. De energietransitie vertegenwoordigt hiermee een megagroei-trend die economische kansen biedt en innovatie en investeringen in duurzame technologieën stimuleert. Dit leidt tot investeringskansen en extra winstgroei van een aantal participaties in onze portefeuille die zich daarmee bezighouden.

Offshore windparken vormen een essentiële motor voor de energietransitie, en *offshore* energiekabels, met name *inter-array* kabels, zijn daarbij van cruciaal belang. Gedreven door de enorme groei in het aantal windparken – *de komende vijf jaar wordt er naar verwachting 58 GW aan offshore windcapaciteit in Europa bijgebouwd* – neemt de vraag naar deze energiekabels de komende jaren substantieel toe.

Om deze groei te faciliteren, heeft TKH een € 150 miljoen kostende *state-of-the-art* fabriek gebouwd in de gunstig gelegen Eemshaven aan de Noordzee. Na een aantal zeer informatieve presentaties van de CEO en het lokale management kregen wij een uitgebreide rondleiding door de 24.000 vierkante meter fabriek. Wat blijkt? Het maken van een *offshore* energiekabel is heel complex en er zijn grote verschillen tussen *inter-array* kabels. Na uitgebreid onderzoek en ruim 90 jaar expertise als kabelproducent is TKH ervan overtuigd dat zij een unieke oplossing heeft voor de beheerders van windmolenparken op zee. Het exclusieve 3-jarige raamovereenkomst met optie tot verlenging van nog eens vijf jaar, met het grote Vattenfall, ondersteund deze aanname.

Wat zijn Inter-array kabels?

Offshore Inter-array kabels verbinden de individuele windturbines binnen een windpark en transporteren de opgewekte elektriciteit naar een centraal punt, vanwaar het naar het vasteland wordt getransporteerd. Onderstaande afbeelding geeft hiervan een visuele weergave, waarbij de gele lijnen de *inter-array* kabels vertegenwoordigen:



Bron: TKH

Het verschil tussen de type kabels? *Inter-array* kabels (66kv) hebben een lagere spanning en zijn over het algemeen korter in lengte. De markt is wel in beweging. Het overgrote merendeel van de huidige windparken zijn namelijk relatief dicht bij de kust gebouwd waarbij gebruik is gemaakt van relatief kleine windmolens. Deze 'goede' plekken zijn echter vrijwel allemaal vergeven.

Wanneer in de toekomst windparken dan ook dieper in zee worden gebouwd, ook nog eens in combinatie met grotere windmolens (waarbij de afstand tussen windmolens groter wordt), dan ligt een ander type *inter-array* kabel voor de hand. Deze 132kv kabels hebben een hogere capaciteit, zijn complexer in de productie en hebben een hogere prijs per kilometer.

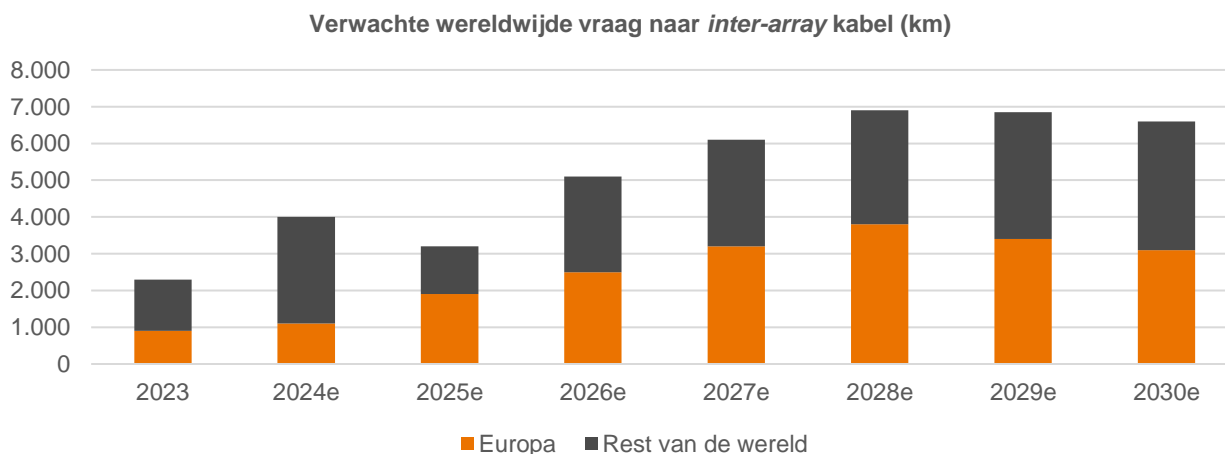
Wanneer de markt beweegt naar drijvende *offshore* windparken zal zelfs gebruik moet worden gemaakt van zogenaamde dynamische *inter-array* kabels. Deze kabels zijn speciaal ontworpen om de bewegingen van drijvende platforms te weerstaan en zijn uitgerust met versterkte materialen voor extra duurzaamheid.

De nieuwe fabriek in de Eemshaven is op al deze ontwikkelingen voorbereid, waardoor ze in staat is om aan de toekomstige vraag naar zowel 132kV als dynamische *inter-array* kabels te voldoen. Daarnaast kan deze fabriek zowel koppere als aluminium *inter-array* kabel produceren. Iedere project vereist namelijk weer andere eigenschappen.

De vraag naar *inter-array* kabels gaat significant toenemen

TKH is sinds 2017 via dochterbedrijf Twentsche Kabelfabriek (TKF) in Lochem actief in de markt voor *inter-array* kabels. Het heeft sindsdien 850 kilometer aan kabel geleverd voor acht windmolenprojecten. Het huidige orderboek omvat vier projecten voor in totaal 2,8 gigawatt aan windcapaciteit. Daarnaast heeft de onderneming recent exclusief een raamovereenkomst met Vattenvall getekend voor de levering van 66kv *inter-array* kabels voor windparken in Europa. Deze overeenkomst, met een initiële looptijd van 3 jaar en de mogelijkheid tot verlenging met 5 jaar, versterkt TKH's positie in de markt en biedt een solide basis voor toekomstige groei.

TKH's *installed base* van *inter-array* kabels valt vergeleken met de verwachte toekomstige vraag in het niet. Alleen in Europe is er in de periode 2025 tot 2030 al circa 18.000 kilometer aan kabel nodig om de groei in offshore windparken te kunnen faciliteren:



Bron: 4cOffshore, TKH

TKH streeft naar een Europees marktaandeel van 20%. Op basis van 18.000 kilometer komt dit neer op circa 700 kilometer per jaar. Het is dan ook goed ondernemerschap dat TKH anderhalf jaar geleden begon met de bouw van zijn nieuwe kabelfabriek in de Eemshaven. Met deze fabriek is TKH niet alleen voorbereid op de beschreven ontwikkelingen in de kabelmarkt, maar breidt het ook zijn productiecapaciteit flink uit tot wel 1.200 kilometer per jaar. Deze strategische stap versterkt TKH's marktpositie en stelt het bedrijf in staat om te voldoen aan de groeiende vraag naar hoogwaardige *inter-array* kabels.

Eemshaven heeft een gunstige ligging nabij zee

De reis van Amsterdam naar de Eemshaven in Groningen duurde ongeveer drie uur. Bij het naderen van de haven werd al snel de imposante gestalte van de fabriek zichtbaar, die zich vanaf grote afstand aftekent tegen de horizon. De fabriek is op sommige plekken maar liefst 45 meter hoog en heeft een oppervlakte van 24.000 m², oftewel circa vijf voetbalvelden.

Bij aankomst in de haven wordt de indrukwekkende ligging aan de zware ladingskade meteen duidelijk. De fabriek bevindt zich strategisch zo dicht mogelijk bij open zee, wat aanzienlijke voordelen biedt voor zowel productie als transport. De directe toegang tot de zee maakt niet alleen een efficiënte aanvoer van grondstoffen mogelijk, maar ook een snelle wereldwijde distributie van de kabel zelf.



Bron: AVF, ons uitzicht na drie uur autorijden

De Eemshaven is zich de afgelopen jaren steeds meer gaan richten op de duurzame energiesector. In 2022 is er een grote LNG-terminal gebouwd door Gasunie en Koninklijke Vopak. Ongeveer een derde van alle in Nederland geproduceerde energie komt uit de Eemshaven. De oppervlakte beslaat maar liefst 1.323 hectare en er staan 110 windmolens op het terrein. Vanwege de gunstige ligging hebben, net als TKH, veel toeleveranciers aan de offshore windindustrie zich hier gevestigd.



Bron: TKH, zicht op de TKH fabriek in de Eemshaven

Een gloednieuwe state-of-the-art kabelfabriek

De € 150 miljoen kostende nieuwe fabriek is gebouwd met een innovatief 'dry cable design' in het achterhoofd. Dit door TKH zelf ontworpen kabelontwerp kent diverse unieke kenmerken. Voor de buitenmantel van de kabel (het zichtbare deel) wordt bewust geen gebruik gemaakt van lood of bitumen. Dit bevordert niet alleen de milieuvriendelijkheid, maar maakt ook de installatie in zee aanzienlijk schoner.

Daarnaast is de interne kabel voorzien van een beschermende aluminium mantel, die door middel van lassen stevig is verankerd. Dit biedt robuuste bescherming tegen water en chemische invloeden, wat cruciaal is voor offshore toepassingen. Watermoleculen kunnen de kern van de kabel in dit ontwerp niet bereiken.

Bovendien is de kabel compacter en robuuster dan eerdere generaties, waardoor het zelfs onder extreme weersomstandigheden relatief eenvoudig te installeren is.

Deze eigenschappen resulteren niet alleen in een duurzamere kabel van betere kwaliteit, maar verkorten ook de installatietijd op zee. Dit bespaart aanzienlijk op kosten, gezien een installatieschip soms tot wel € 100.000 per dag kan kosten.



Bron: TKH, de binnenkant van de fabriek

Daarnaast is de kabelkwaliteit van cruciaal belang. Het hoogste percentages van claims (tot wel enkele honderden miljoenen euro's) is namelijk gerelateerd aan *inter-array* kabelstoringen bij windparken. Ondanks dat *inter-array* kabels slechts een klein deel van de totale windparkinvestering uitmaken (<2,5%). TKH besteedt dan ook veel aandacht aan het *Cable Protection System* waarbij kabelfouten worden voorkomen. Alle processen worden dan ook vastgelegd met *data logging* en speciale TKH-camera's monitoren en checken continu de kabels op eventuele fouten tijdens de productie.

Tot slot speelt duurzaamheid een steeds belangrijker rol in de aanbestedingen van *inter-array* kabels. Recentelijk heeft Vattenfall, binnen het kader van duurzaamheid, een offshore windparkproject gewonnen mede vanwege de duurzaamheidsvoordelen die het 'dry cable design' van TKH biedt.

Op dit moment kunnen er in de Eemshaven kabelbatches van maximaal 25 kilometer lang en 3x 1600 vierkante millimeter dik geproduceerd worden. In de toekomst gaat dit zelfs richting de 40 kilometer. De totale capaciteit van de fabriek is 1.200 kilometer kabel per jaar.



Bron: AVF, inter-array kabel ligt opgeslagen voor transport naar Taiwan

TKH is een voorloper in de markt

Volgens TKH loopt het met zijn unieke 'dry cable design' vier tot vijf jaar voor op de concurrentie. Rivalen maken namelijk veelal nog gebruik van *wet-designs* en oudere productietechnologieën. Maar ook zij zitten niet stil.

De *offshore* windmarkt is een oligopolie dat wordt gedomineerd door een klein aantal spelers. Dit komt omdat het produceren van kabels gepaard gaat met relatief hoge vaste kosten, denk aan de kosten voor het bouwen van een fabriek maar zeker ook technologische *know-how*. Om deze kosten terug te verdienen is veel productievolume nodig. Hierdoor is er in de markt geen plaats voor spelers met een klein marktaandeel. TKH, Hellenic Cables, Nexans, JDR en Prysmian hebben de markt onderling verdeeld. Waar TKH in uitblinkt is zijn focus op het 'dry design', *Cable Protection System* en duurzaamheid. Hiermee denkt TKH een Europees marktaandeel van minimaal 20% te kunnen behalen. Dit komt volgens de onderneming neer op ongeveer 600 kilometer kabel per jaar, oftewel een capaciteitsbenutting van 50%.

Waarom niet een groter marktaandeel? Er is immers capaciteit voor 1.200 kilometer. Dit heeft grotendeels te maken met de tendervoorwaarden, die nogal wat kunnen verschillen per tender. Wanneer in een tender relatief veel punten worden toegekend aan de laagste kabelverkoop prijs, is dat vaak niet in het voordeel van TKH, omdat de onderneming niet concurreert op prijs. Daarnaast gebeurt het soms dat landen tenders uitschrijven die zijn toegespitst op de capaciteiten van 'beviende' kabelproducenten. TKH probeert daarom al in een vroeg stadium met klanten in gesprek te gaan om de tendervoorwaarden, voordat de tender wordt uitgeschreven, in hun voordeel te beïnvloeden.

De kabelfabriek geeft het Smart Connectivity segment een flinke impuls en bijdrage aan de TKH-winst

Wat gaat de nieuwe fabriek aan de omzet en winst van TKH bijdragen? Tijdens de presentatie gaf de onderneming hier meer duidelijkheid over. Dit jaar verwacht het een omzetbijdrage van circa € 75 miljoen. Voor volgend jaar rekent de onderneming met 600 kilometer aan kabelproductie, € 170 miljoen aan omzet en een bovengemiddelde EBITA-marge van 20% (> € 34 miljoen). Met een capaciteitsbenutting van 50% weet de onderneming dus al bovengemiddelde marges te behalen (de EBITA-marge van geheel TKH was in 2023 12,8%).

Naar verwachting zal het *Smart Connectivity* segment in 2025 een EBITA van ongeveer € 120 miljoen behalen. Dit is 85% meer dan de € 65 miljoen EBITA die dit onderdeel in 2023 behaalde (exclusief TKH France). Daarmee zal dit segment in 2025 naar schatting voor 35 tot 40% van de totale EBITA van de hele groep zorgen.

Conclusie

TKH heeft in de Eemshaven een *state-of-the-art* kabelfabriek gebouwd die vier tot vijf jaar vooroploopt op fabrieken van concurrenten. Met een focus op *dry-design*, *Cable Protection System* en duurzaamheid verwacht het bedrijf 20% van de Europese *inter-array* markt naar zich toe te trekken. De vraag vanuit de markt is in ieder geval aanwezig. In de komende vijf jaar wordt verwacht dat er 58 GW aan offshore windcapaciteit in Europa zal worden bijgebouwd, waarvoor naar schatting 18.000 kilometer aan kabel nodig is. TKH verwacht vanaf 2025 minimaal 600

kilometer aan jaarlijkse kabelproductie te realiseren en denkt hiermee bovengemiddelde EBITA-marges te kunnen behalen (>20%), met opwaarts potentieel als de capaciteitsbenutting toeneemt. De verwachte € 34 miljoen EBITA bijdrage zal het totale bedrijfsresultaat van TKH in 2025 met tenminste 10% verhogen.

Vooruitzichten

Wereldwijde aandelenmarkten hebben het eerste halfjaar bijzonder goed afgesloten en bereikten nieuwe records. Zowel de MSCI World index als de S&P 500 index steeg in euro's gemeten met meer dan 15%. De AEX-index spande echter de kroon met een totaalrendement (koerswinst + dividend) van ruim 19%. Hiermee was de 'Nasdaq aan de Amstel' zelfs de best presterende aandelenbeurs van Europa.

Deze bovengemiddelde rendementen werden echter gedragen door een select aantal aandelen. De Amerikaanse *Magnificent Seven* (Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, NVIDIA en Tesla) domineerden de wereldwijde aandelenmarkten en boekten op Tesla na allemaal nieuwe *all-time highs*. De kunstmatige intelligentie revolutie zorgde voor optimisme onder de AI-gerelateerde aandelen waarbij chipontwerper NVIDIA er met kop en schouders bovenuit stak met een koerssprong van maar liefst 150%. Dichterbij huis hadden we de *Magnificent Two*, chipmachinemakers ASML en ASMI. Onze zwaarstwegende participatie ASMI was met +52% met afstand de sterkte stijger van de AEX-index en in onze portefeuille.

Add Value Fund behaalde over de eerste zes maanden van 2024 een nettorendement van +8,4% en liet daarmee onze benchmark, de VanEck AMX-ETF (-4,4%), ver achter zich met een *outperformance* van 13%-punt. Ook concurrenten en wereldwijde small- en midcapaandelenindices, die veelal negatieve rendementen behaalden, werden ruimschoots verslagen. Sinds de start van het fonds op 1 februari 2007 bedraagt de *outperformance* ten opzichte van onze benchmark inmiddels 357%-punt.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Vanaf medio juli komen onze participaties met hun halfjaarresultaten naar buiten waarbij wij verwachten dat de meeste van onze participaties in Q2 winstherstel zullen laten zien en dat het tweede halfjaar aanzienlijk beter zal worden. Zoals wij al verwachten en hebben aangegeven op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, heeft Ebusco de onrealistische omzetdoelstelling van tenminste € 325 miljoen en een positieve EBITDA in 2024, ingetrokken. Na de halfjaarcijfers zullen wij ons beraden over onze hele kleine positie (<0,5% weging). Daarentegen verhoogde Besi haar middellange termijn doelstellingen. Op de aanwezige beleggersdag in het Oostenrijkse Radfeld maakte de onderneming bekend zowel de brutomarge als de operationele winstmarge te willen verhogen naar respectievelijk 62% tot 66% (was 60% tot 64%) en 35% tot 50% (was 35% tot 45%).

Wij kijken met vertrouwen uit naar de halfjaarresultaten en 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 19,9 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 juli 2024

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum. 464,8%	221,5%	108,0%	195,0%	
Fondsvermogen	€ 164,1 mln	2024	8,4%	19,3%	-4,8%	3,6%
Beurskoers	€ 106,04	2023	29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 105,71	2022	-23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
Aantal uitstaande aandelen	1.552.239	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

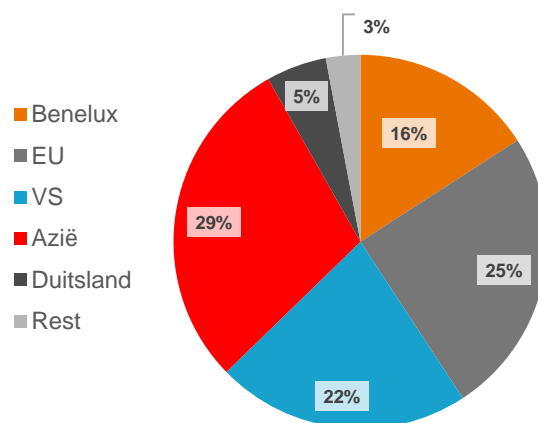
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Neutral

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	11,9%	8,3%	17,0%	14,4%	10,4%
AMX-index	-1,2%	-2,8%	4,5%	6,0%	4,3%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 28-06-2024, Na kosten;
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX	Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
Schuld ratio	0,4	3,1	> € 5 miljard	41,5%	33,5%
% Positieve maanden	61,6%	60,1%	> € 2 miljard	6,1%	44,8%
% Positieve jaren	77,8%	66,7%	> € 1 miljard	15,6%	18,5%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%	> € 500 miljoen	15,0%	2,4%
% jaren outperformance	72,2%		< € 500 miljoen	21,9%	0,8%
Active share vs. AMX	88,5%				
Standaard deviatie (10 jaar)	17,8%	18,2%			
Top-3 holdings % van totaal	50,7%	26,4%			
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	12,6%				
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	7,5%				
Beta (5 jaar)	0,95				
Beta (sinds begin)	0,92				
Sharpe ratio (5 jaar)	0,90	0,43			
Sharpe ratio (sinds begin)	0,77	0,67			

Omzetverdeling portefeuille



Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²³	23,1	13,8
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁴	19,9	12,7
Dividendrendement ²⁰²³	2,5%	3,5%
Dividendrendement ²⁰²⁴	3,1%	3,7%

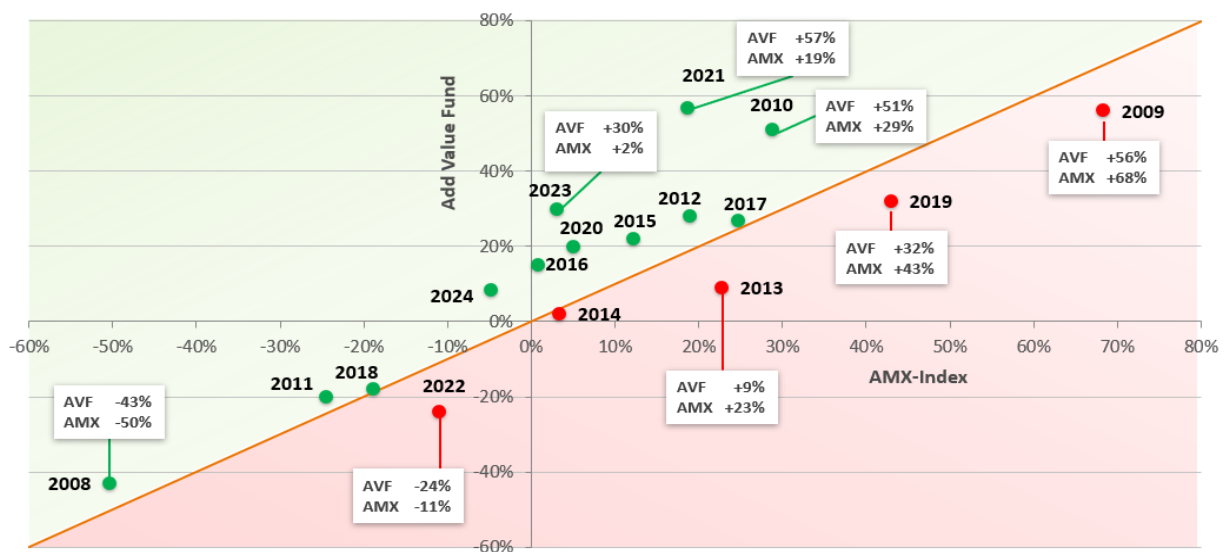
Portefeuille naar eindmarkt



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.

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



Dit is een reclame-uiting. Zie voor meer productinformatie het Prospectus en EID.

Weergegeven rendementen zijn exclusief eventuele kosten van de distributeur. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren, in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.