



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkten zetten de koersstijgingen door. In februari steeg de AEX-Index met 0,3% naar 921,92, voegde de Amsterdam Midkap Index 2,7% toe naar 866,7 en koerste de Amsterdam SmallCap Index 8,5% hoger naar 1388,1.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in februari met 3,9% van € 99,57 naar € 95,71. Over de eerste twee maanden van 2025 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -1,2% gerealiseerd.

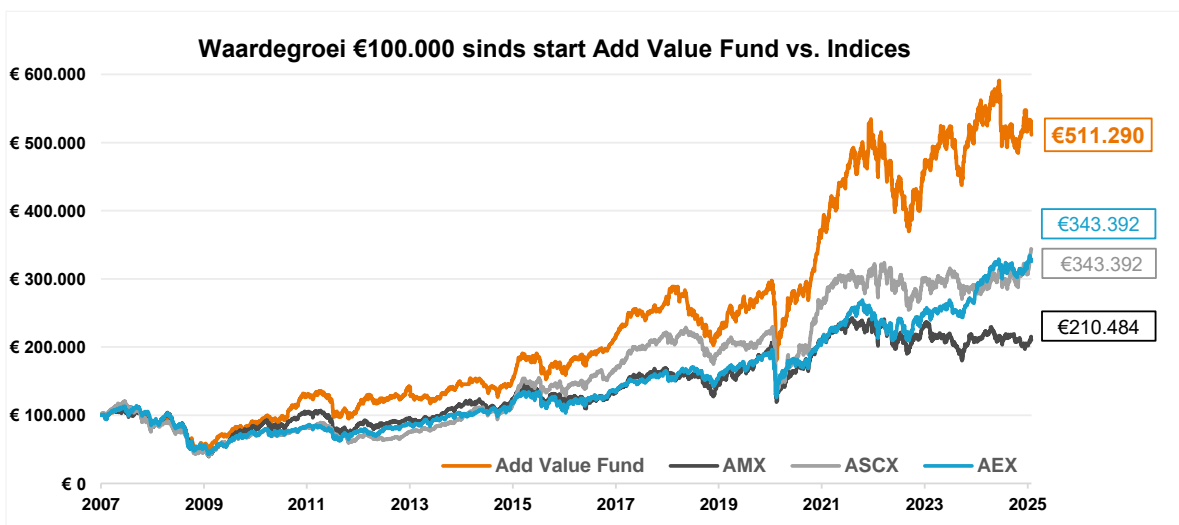
Het fondsvermogen per 28 februari 2025 bedroeg € 155,2 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 146,8 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind februari een creditsaldo en overige overlopende posten van 5,4% van het fondsvermogen.

- 1) In februari realiseerden 4 van de 11 participaties (= 36%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 3 van de 11 participaties (= 27%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Acomo** het best in de portefeuille. Beleggers gebruiken Acomo als een defensief aandeel in onrustige tijden;
- 3) De zwakst presterende participatie was **Besi**. De onderneming verwacht pas herstel in het tweede helft van het jaar.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	15,0%	1. Acomo	5,5%	1. Besi	-14,7%
2. Besi	14,4%	2. Flow Traders	5,5%	2. ASM International	-9,5%
3. Nedap	13,4%	3. TKH Group	4,2%	3. Aalberts	-6,2%



Ontwikkelingen portefeuille en vooruitzichten

Europese aandelenbeurzen voerden, net als in januari, de boventoon in februari. Amerikaanse aandelen, waaronder de S&P 500 Index, verloren zelfs in de verslagmaand ruim 1%, waardoor het rendementsverschil dit jaar al is opgelopen tot 8 procentpunt in het voordeel van de STOXX Europe 600 Index. Ondanks de geopolitieke spanningen in de wereld en de nog voortslappende oorlog in Oekraïne, zet deze trend dus door. Dat is op zich niet zo vreemd na een jarenlange *underperformance* en een onderwaardering die was opgelopen tot 40%, de grootste discount qua koers-winstverhouding (13 versus 22) in de afgelopen 35 jaar.

Daarentegen blijven Europese, maar ook Nederlandse, small- en midcapaandelen dit jaar nog fors achter bij hun grote evenknieën. Dit wekt interesse van zowel strategische- als financiële kopers. De overnamebieding van de technologie investeerder Prosus op het Nederlandse Just Eat Takeaway.com van oprichter en grootaandeelhouder Jitse Groen van ruim € 4 miljard, oftewel een overnamepremie van ruim 60%, geeft aan dat er een groot verschil zit tussen prijs en waarde.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

In onze portefeuille zien wij door de lage waarderingen ook steeds meer interesse van grote beleggers. Recent heeft de bekende beursgenoteerde Nederlandse investeringsmaatschappij HAL Trust een 5,2%-belang genomen in onze participatie TKH Group. De zeer vermogende familie achter de investeringsmaatschappij, Van der Vorm, duikt vaker op beursgenoteerde Nederlandse bedrijven zoals Koninklijke Vopak (51,4%-belang) en SBM Offshore (22,9%-belang). In 2022 haalde het zelfs, na jarenlang meerderheidsaandeelhouder te zijn geweest, Koninklijke Boskalis Westminster van de beurs. Door de toenadering van HAL Trust is de beurskoers van TKH Group, van weliswaar een laag koersniveau, met ruim 25% gestegen naar ruim € 38,-. Deze beurskoers is nog ver verwijderd van onze som-der-delen waardering van € 86 per aandeel die wij uitgebreid is ons [maandbericht van augustus](#) hebben toegelicht. Net als destijds bij [Hunter Douglas](#), zijn wij op alles voorbereid.

Ook in onze participatie Nedap is recent een grote nieuwe aandeelhouder toegetreden. De *family office* van Rolly van Rappard, medeoprichter en grootaandeelhouder van CVC Capital, de succesvolle private equity onderneming die vorig jaar naar de Amsterdamse beurs ging, heeft een 7,5%-belang in de technologie-/softwareonderneming uit Groenlo opgebouwd. In ons [maandbericht van november](#) hebben we via een diepgaande analyse inzichtelijk gemaakt dat Nedap goed op weg is om onze doelstellingen, € 500 miljoen omzet en circa € 75 miljoen nettowinst, in 2030 te realiseren. Bij een gelijkblijvende waardering van ‘slechts’ 20 keer de winst zou de beurskoers alsdan € 220,- moeten noteren, oftewel bijna een verviervoudiging van de huidige beurskoers van € 60,-.

Zowel TKH Group als Nedap lieten goede vierdekwartaalcijfers zien waarbij een flink omzet- en winstherstel zichtbaar was na een teleurstellende eerste negen maanden. Bij conglomeraat TKH presteerde de bandenbouwmachinedivisie bijzonder sterk met recordresultaten, zowel omzet, nettowinst als winstmarge, over geheel 2024. Na een aantal zwakkere kwartalen behaalde de Machine Vision divisie (2D- en 3D-camera's) een recordresultaat in Q4. De enige dissonant was de kabeldivisie waar de winstgevendheid fors terugviel door nog steeds hoge voorraden bij eindklanten zoals netbeheerder Liander, zwakke vraag naar glasvezelkabels en opstartproblemen bij de nieuwe kabelfabriek in Eemshaven voor *inter-array* kabels voor windmolenparken op zee. Zoals we al eerder in onze maandberichten hebben geschreven zal TKH ingrijpen bij haar slecht renderende kabeldivisie en de glasvezelactiviteiten afstoten. In het persbericht kwam duidelijk naar voren dat de focus komt te liggen op Automation (bandenbouwmachine- en cameradivisie) en Electrification (on- en offshore energiekabels) en dat Digitalisation (glasvezelkabels) gaat verdwijnen. Op de *Capital Markets Day* (CMD) van 25 september zal TKH uitgebreid uit de doeken doen hoe haar nieuwe strategie en doelstellingen eruit zullen zien. We volgen de ontwikkelingen op de voet en zullen uiteraard aanwezig zijn op de CMD.

Nedap liet in het tweede halfjaar een fraaie omzet- en winstherstel zien ten opzichte van de eerste jaarhelft. De omzet steeg in H2 met ruim 3%, maar nog veel belangrijker, de winst per aandeel steeg in H2 ten opzichte van H1 met ruim 27% (!). Hierbij is duidelijk zichtbaar dat de *operating leverage* bij Nedap enorm is zolang de kosten gelijk blijven of licht stijgen. Per saldo realiseerde Nedap in 2024 een winst per aandeel van € 2,82, een daling van 15%

ten opzichte van 2023. Ondanks deze daling houdt Nedap vast aan een onveranderd dividend van € 3,20 per aandeel waarmee het dividendrendement op ruim 5% komt. Dit gebaar sterkt ons in onze gedachte, net als Nedap, dat deze unieke technologie/-softwareonderneming goed op koers ligt voor de volgende groeifase. Net als TKH Group verwacht Nedap een hogere omzet en nettowinst in 2025, waarbij de gestelde 15% EBIT-marge doelstelling (2024: 9,5%) een jaar later zal worden gerealiseerd.

Door de hoge volatiliteit en beursvolumes op de financiële markten realiseerde onze *fintech* participatie Flow Traders recordresultaten over het vierde kwartaal en was 2024 het op een na beste jaar in hun 20-jarige bestaan. De kloeke resultaten, een netto jaarwinst van € 160 miljoen, oftewel een winst per aandeel van € 3,69 lag ruimschoots boven onze eigen winsttaxatie van € 2,75 per aandeel. Het netto handelsresultaat in Q4 kwam uit op een record van € 154 miljoen en lag eveneens ver boven de consensus van € 97 miljoen. De recordresultaten werden op de dag van de cijfers beloond met een koersstijging van ruim 10%. Dit jaar is Flow Traders onze *star performer* met een rendement tot dusver van 20%. Gezien de zeer lage waardering – het aandeel noteert ‘slechts’ negen keer de verwachte winst en staat net boven het eigen vermogen per aandeel, terwijl concurrent Virtu uit Amerika ruim vier keer het eigen vermogen genoteerd staat – zit er nog voldoende opwaarts koerspotentieel in het vat.

Onze participaties ASMI en Besi kwamen beide met Q4 cijfers die aan de bovenkant van hun eigen verwachtingen lagen, echter viel de orderintake in het kwartaal tegen. ASMI had last van het naar voren halen van orders in Q3, waardoor de Q4 order intake iets terugviel na een *blow-out* Q3. Desalniettemin behaalde de chipmachinemaker voor het achtste jaar op rij dubbelcijferige omzetgroei en presteerde het veel beter dan de *Wafer Fabric Equipment*-markt. De omzet in 2024 steeg naar een nieuw record van € 2,9 miljard (+11%) en de nettowinst steeg met maar liefst 22% naar een nieuw record van € 709 miljoen, oftewel een winst per aandeel (WPA) van € 13,95. Met deze WPA versloeg ASMI wederom onze winsttaxatie van € 13,50. Ondanks lastige marktomstandigheden in de traditionele eindmarkten zoals *automotive* en de industrie profiteert, ASMI als wereldmarktleider in ALD-machines, ten volle van de technologietransitie van FinFET naar Gate-All-Around chipstructuren. Deze transitie is pas vanaf de tweede jaarhelft vorig jaar ingezet en zal dit jaar en de komende jaren volledig tot uiting komen in de omzetontwikkeling. ASMI geeft dan ook nu al aan dat Q2 nog beter zal worden dan Q1. De omzetverwachting voor Q1 is € 810 – € 850 miljoen, oftewel een stijging van circa 30% ten opzichte van vorig jaar. De *high-tech* onderneming herhaalde ook de omzetverwachting voor het gehele jaar, een omzet tussen € 3,2 – € 3,6 miljard. Ondanks alle geopolitieke onzekerheden en handelsrestricties blijft ASMI vol zelfvertrouwen voor de toekomst. Dit is ook terug te zien in de recorduitgave aan R&D (€ 456 miljoen bruto), een recordomvang (€ 110 miljoen) aan Evaluation chipmachines bij klanten (de *leading indicator* voor toekomstige groei), en een nieuw eigen aandeleninkoopprogramma ter waarde van € 150 miljoen. Eind september komt ASMI met een nieuwe *Capital Markets Day* waarbij de strategie en nieuwe doelstellingen uitgebreid worden toegelicht. Het zou ons niets verbazen als de onderneming de ‘oude’ omzetdoelstelling voor 2027, die af is gegeven op de CMD in september 2023, van € 4 – 5 miljard gaat verhogen. Gezien de sterke vooruitzichten en forse koersdaling de afgelopen weken, hebben wij ons belang in ASMI deze week uitgebreid.

Chipmachinemaker Besi liet in Q4, net als ASMI, een minder dan verwachte order intake zien dan analisten hadden voorzien. Ondanks moeilijke marktomstandigheden behaalde de onderneming in 2024 een nettowinst van € 182 miljoen (+2%) op een omzet van € 608 miljoen (+5%), oftewel een kloeke nettowinstmarge van nog steeds 30%. De *Assembly en Packaging*-markt (A&P), waarin de onderneming actief is, zit nu al circa 10 kwartalen op rij in een *down-turn*. Dat is ongekend lang en niet eerder voorgekomen. Besi verwacht zelf dat vanaf de tweede jaarhelft de markt weer aantrekt. Alhoewel de belangrijke marktonderzoeker TechInsights de totale marktomvang van de A&P-markt recent neerwaarts heeft bijgesteld, is de verwachting nog steeds dat de A&P-markt dit jaar met ruim 20% groeit. Ook voor 2026 verwacht TechInsights nog steeds ruim 30% groei. Besi heeft in het verleden laten zien dat de onderneming in een *up-turn* veel beter presteert dan de A&P-markt. Ondanks dat *sell-side* analisten hun omzet- en winsttaxaties de afgelopen weken fors hebben teruggeschroefd, wat ook is terug te zien in de forse koersdaling van >25%, gaan wij nog steeds uit van een forse winst per aandeel groei in 2025 van tenminste 30%, weliswaar van een relatief laag niveau (WPA 2024: € 2,31). Een snellere adoptie van geheugenchipfabrikanten voor de nieuwste generatie *hybrid* bondingmachines van Besi zouden voor een positieve verrassing kunnen zorgen. De

markt verwacht echter dat die pas op zijn vroegst in 2026 de nieuwste verbindingstechnologie zullen omarmen. Gezien de oplopende bezettingsgraden in de fabrieken van de *Outsourced Semiconductor Assembly & Test companies* (OSATs), is het aannemelijk dat vanaf dit jaar de *up-turn* gaat beginnen. Hoe krachtig en hoe lang die zal zijn is voor iedereen nog een vraagteken, maar dat de vraag naar microchips de komende jaren sterk zal toenemen daar is iedereen het wel over eens, want *'without microchips there is no economy'*. Verschillende marktonderzoekers verwachten dat de totale chipmarkt tot 2030 ruimschoots gaat verdubbelen van circa \$ 600 miljard in 2024 naar tenminste \$ 1.200 miljard. Ondanks dat ASMI en Besi de afgelopen weken tot de grootste dalers in onze portefeuille behoorden, zijn wij uitermate positief over de groeiperspectieven van beide unieke en onmisbare halfgeleiderbedrijven. Naar onze mening staan beide ondernemingen en de chipmarkt nog in haar kinderschoenen.

Tot nu toe hebben acht van de elf participaties hun jaarcijfers bekendgemaakt. Het ziet er naar uit dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2024 van tenminste 5% ruimschoots wordt overtroffen. En zelfs de tenminste 15% die wij aan het begin van het jaar hadden gecommuniceerd en tijdens de zomer hebben verlaagd, is weer in zicht. Ondanks een veel hogere basis voor 2025 dan verwacht, gaan we er nog steeds vanuit dat onze gewogen winstgroei voor 2025 tenminste 25% zal bedragen.

Het is wel zo dat een naderende wereldwijde 'handelsoorlog' en toenemende geopolitieke spanningen roet in het eten kunnen gooien. Daarentegen kan het enorme Duitse *'whatever it takes'* stimuleringsplan, met een totale omvang van € 1.000 miljard (ruim 20% van BBP (!)), wat eergisteravond bekend werd gemaakt, voor een extra groei impuls zorgen voor de Duitse en Europese economie. Duitsland wil de komende tien jaar € 500 miljard investeren in de defensie industrie en € 500 miljard in wegen, woningen en energienetwerken. Als deze investeringsplannen worden goedgekeurd kan het slechtste jongetje van de klas, al twee jaar op rij economische krimp, het nieuwe *'wirtschaftswunder'* van Europa worden (!). Ook internationaal is Duitsland nog steeds een grootmacht, na Amerika en China is het de grootste economie ter wereld.

Onze participaties Aalberts en TKH Group zullen met hun (verduurzamings)producten voor woningen en gebouwen (Aalberts) en energiekabels (TKH) hiervan zeker gaan profiteren. Aalberts en TKH behoorden gisteren dan ook tot de grootste stijgers in onze portefeuille met koersstijgingen van respectievelijk 8% en 5%. Daarnaast koopt Aalberts voor het eerst in hun 38-jarige beursgeschiedenis eigen aandelen in ter waarde van € 75 miljoen. Dit zal de beurskoers en beurswaardering verder moeten ondersteunen.

Ondanks alle onzekerheden, die er altijd zullen zijn, blijven wij positief gestemd over de winstgroeivooruitzichten van onze participaties.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding voor 2025 van 13,4 en een gewogen dividendrendement van 3,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Amsterdam, 6 maart 2025

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie	
Startdatum	1 februari 2007
Fondsvermogen	€ 155,2 mln
Beurskoers	€ 96,00
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 95,71
Aantal uitstaande aandelen	1.621.134
Beursnotering	Euronext Amsterdam
Verhandelbaarheid	ledere handelsdag
Valuta	EUR
ISIN Code	NL0009388743

Dividend

Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	30 april 2024
Dividendbeleid en -historie	Zie website

	AVF	AEX	AMX	ASCX
cum.	411,3%	225,4%	110,5%	243,4%
2025	-1,2%	5,3%	4,0%	10,4%
2024	-0,7%	14,7%	-7,4%	9,3%
2023	29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
2022	-23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
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%

Rating

Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Gold

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	-6,7%	1,5%	14,3%	11,6%	9,4%
AMX-index	-0,7%	-2,2%	3,7%	4,8%	4,2%

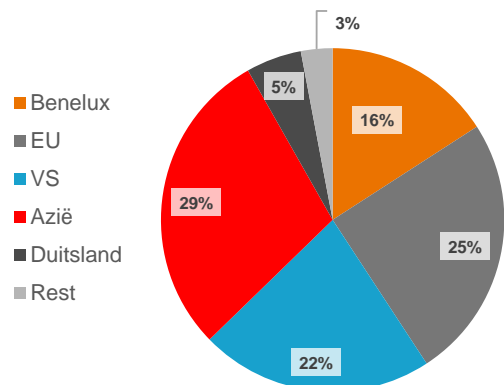
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 28-02-2025. Na kosten.

Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/renderementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0,4	3,1
% Positieve maanden	61,6%	60,1%
% Positieve jaren	72,2%	66,7%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	66,7%	
Active share vs. AMX	88,5%	
Standaard deviatie (10 jaar)	18,0%	18,1%
Top-3 holdings % van totaal	42,8%	26,4%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	9,7%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,2%	
Beta (5 jaar)	0,92	
Beta (sinds begin)	0,90	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,75	0,41
Sharpe ratio (sinds begin)	0,66	0,59

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	31,1%	17,1%
> € 2 miljard	5,5%	59,0%
> € 1 miljard	35,4%	22,2%
> € 500 miljoen	6,5%	1,1%
< € 500 miljoen	21,5%	0,6%

Omzetverdeling portefeuille

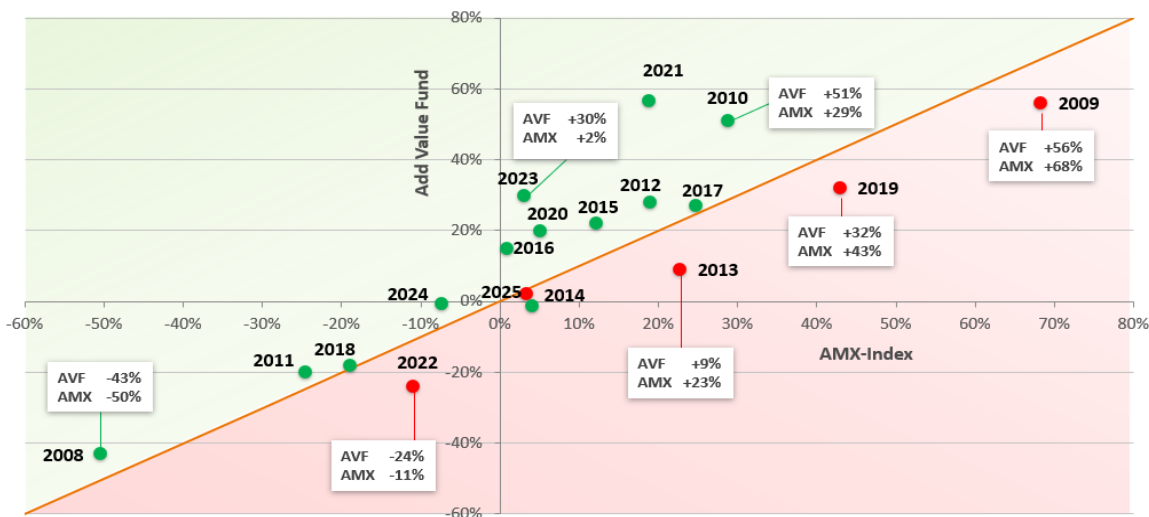


Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁴	17,2	13,3
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁵	13,4	12,0
Dividendrendement ²⁰²⁴	3,2%	3,5%
Dividendrendement ²⁰²⁵	3,9%	3,3%



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.



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.