

NAV:
€ 84,43

AuM:
€ 135.145.117

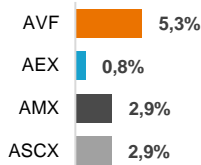
MTD:
5,30%

YTD:
27,79%

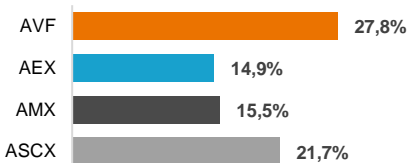


Rendement

%-verandering maand (incl. dividend)



%-verandering 2021 (incl. dividend)



De Nederlandse aandelenmarkt zette in mei de positieve stemming voort. De AEX-Index steeg 0,8% naar 709,36, de Amsterdam Midkap Index voegde 2,9% toe op 1.061,93 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 2,9% hoger op 1.385,19.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in mei met 5,3% van € 80,18 naar € 84,43. Over de eerste vijf maanden van 2021 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +27,8% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 1 juni 2021 bedroeg € 135,1 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 139,9 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind mei een debetsaldo en overige overlopende posten van 3,5% van het fondsvermogen.

- 1) In mei realiseerden 10 van de 12 participaties (= 83%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden alle participaties (= 100%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Hunter Douglas** het best in de portefeuille. Bergson Holdings verhoogde de bieding op de wereldmarktleider in raambekleding van € 64,- naar € 82,- per aandeel;
- 3) De zwakst presterende participatie in mei was **Kendrion**. De beurskoers leverde iets in van de sterke koersstijging van de voorgaande maanden.

Top-3 weging in portefeuille

	in %
1. ASM International	18,1%
2. BE Semiconductor Ind.	14,8%
3. Hunter Douglas	12,9%

Top-3 stijgers

	in %
1. Hunter Douglas	22,1%
2. TKH Group	9,9%
3. Neways Electronics Int.	9,8%

Top-3 dalers

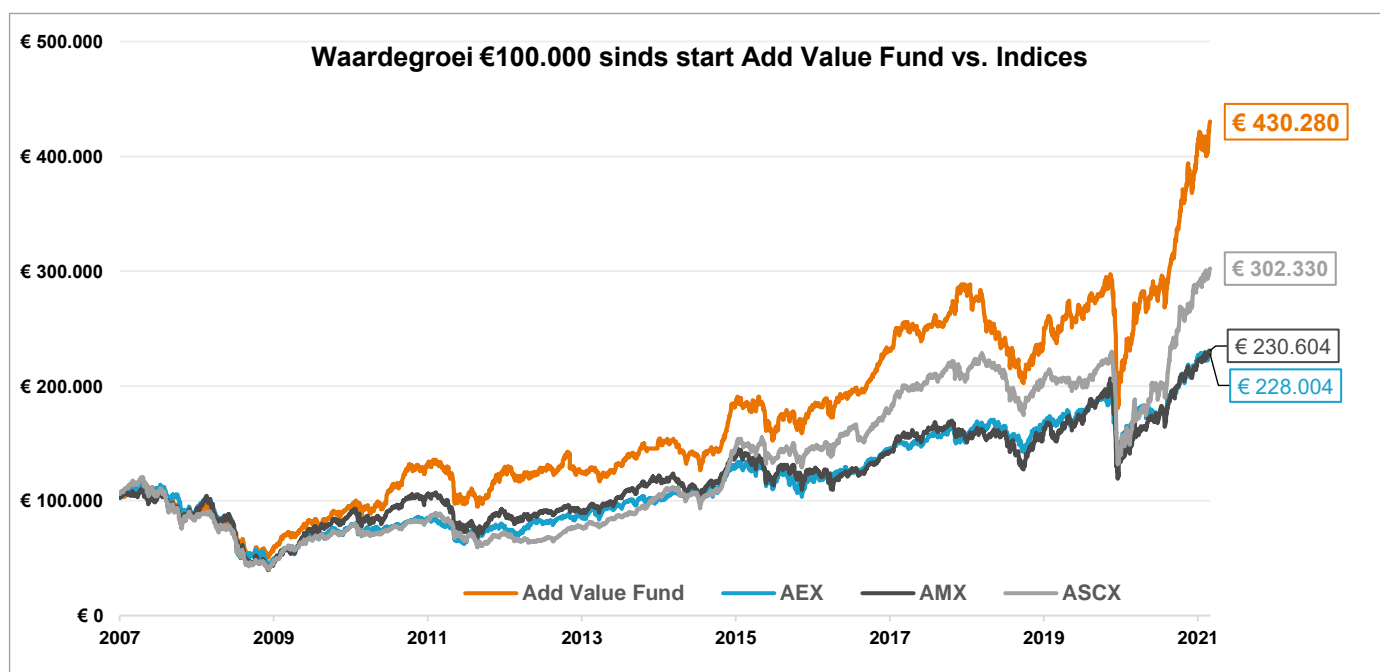
	in %
1. Kendrion	-2,8%
2. BE Semiconductor Ind.	-0,8%
3. Sif Group	0,7%

Fondsinformatie

Startdatum	1 februari 2007
Fondsvermogen	€ 135,1 mln
Beurskoers	€ 84,68
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 84,43
Aantal uitstaande aandelen	1.600.622

Dividend

Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	27 april 2021
Dividendbeleid en historie	Zie website



Rating

	Geannualiseerd rendement	1 jaar	3 jaar	5 jaar	10 jaar	sinds start	
Morningstar Analyst Rating	Bronze	Add Value Fund	75,7%	16,2%	18,0%	12,6%	10,7%
Morningstar Rating 5-jaar	★★★★★	AMX-index	50,8%	13,3%	12,7%	8,2%	6,0%

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*	Cum.
AVF	-3,20%	-43,10%	55,56%	51,20%	-20,34%	27,80%	8,89%	1,99%	21,98%	14,91%	26,65%	-18,27%	32,21%	20,37%	27,79%	330,28%
AEX	5,33%	-50,26%	41,90%	9,23%	-8,88%	13,99%	20,73%	8,67%	7,36%	13,56%	16,52%	-7,36%	28,51%	5,71%	14,85%	128,00%
AMX	-5,07%	-50,45%	68,35%	28,71%	-24,55%	18,96%	22,81%	3,40%	12,14%	0,81%	24,71%	-18,97%	42,61%	5,05%	15,47%	130,60%
AScX	-6,12%	-50,78%	51,95%	16,42%	-21,03%	11,27%	30,27%	18,28%	38,67%	7,47%	34,45%	-16,28%	20,51%	13,51%	21,73%	202,33%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 31/05/2021; Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie [addvaluefund.nl/rendementen](#)

Accenten in de portefeuille



Maandbericht

Na vorige maand drie onderbelichte en minder liquide participaties in onze portefeuille te hebben besproken gaan we deze maand dieper in op onze participatie in *hightech* onderneming Nedap uit Groenlo. Deze unieke onderneming is met ruim 800 medewerkers wereldwijd actief in zeven verschillende *niches* en heeft als lijfspreuk 'Technology for life'.

De onderneming heeft een eersteklas portfolio van slimme technologische oplossingen voor verschillende eindmarkten. Nedap focust zich op vier kerntechnologieën, namelijk *connected devices*, *communication technology*, *software architecture* en *user experience*. De 'Technology for life' stelt de mens voorop, er moet een tastbare impact zijn op het professionele leven van mensen. In Nederland loopt Nedap voorop met technologische innovaties in de gezondheidszorg, met name software oplossingen. Daarnaast is Nedap Europees marktleider in beveiligingsoplossingen en wereldmarktleider in hard- en softwareoplossingen voor de retailmarkt (RFID voorraadmanagementsysteem) en de vee- en varkenshouderij (sensoren en voerstations).

Afgelopen maart organiseerde Nedap voor de tweede keer in haar ruim 70-jarig beursbestaan (1947) een *Capital Markets Day* (CMD) waar het nieuwe strategisch plan 'Step Up' werd gepresenteerd.

Een CMD is de ideale manier om aandeelhouders, professionele beleggers en analisten te informeren over de toekomstvisie van de onderneming, de langetermijn waardecreatie en de financiële ambities die daarbij horen.

Nedap heeft gedurende 2020 hard gewerkt aan het ontwikkelen van het nieuwe strategische plan onder de veelzeggende titel *Step Up!* Hierin werd gedetailleerd ingegaan op het langetermijnperspectief op gedeelde waardecreatie: waarde voor mens, milieu en maatschappij, in combinatie met gezonde financiële resultaten. Hierbij werden de volgende financiële doelstellingen richting 2025 geformuleerd:

- Een omzet die zich ontwikkelt richting een jaarlijkse *high-single-digit* autonome groei;
- Een operationele (EBIT) marge die groeit richting 15% (exclusief eenmalige posten);
- Een rendement op het geïnvesteerde kapitaal (ROIC) dat harder groeit dan de winstgevendheid;
- Solvabiliteit van tenminste 50% en een *leverage ratio* (Net debt/EBITDA) van ten hoogste 1,5;
- Handhaving dividendbeleid: na aftrek van noodzakelijk geachte investeringen in winstgevend groei en instandhouding van solide balansverhouding, wordt het restant als contant dividend uitgekeerd.

Bovenstaande doelstellingen zijn gebaseerd op de aanname dat de covid-19 pandemie in de loop van 2021 onder controle is gebracht en dat de wereldeconomie zich na de pandemie herstelt.

Tijdens de CMD ging CEO Ruben Wegman eerst in op de resultaten van het vorige strategische plan *Changing Gears* (2016-2020). De belangrijkste doelstellingen uit dit plan blijken te zijn gerealiseerd, zoals de inrichting van de nieuwe *supply chain*, de verkoop van de niet-kernactiviteiten Nsecure en Nedap France, de herstructurering van de verkoopafdelingen en de eerste stap in het consolideren van de *back office*.

Daarnaast is de afgelopen vier jaar het werknemersbestand drastisch aangepast aan de nieuwe organisatiestructuur: van de huidige ruim 800 medewerkers is 47% in dienst sinds 1 januari 2016.

Het enige waarin Nedap de afgelopen jaren niet in geslaagd is, is het bewerkstelligen van een aansprekende omzetgroei. Deze is achtergebleven bij de ambities, deels als gevolg van de uitbraak van de covid-19 pandemie.

Begin vorig jaar leek Nedap namelijk nog af te stevenen op een behoorlijke omzetgroei – de omzet in Q1 2020 steeg met 9% in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder – maar in het restant van het jaar ondervond de onderneming de gevolgen van de coronacrisis.

Financial results 2016-2020

(x € 1 mio)	2016	2020	2016-2020
Revenue	157,6	171,6	11 % cagr
Recurring revenue	25,4	50,6	119 % cagr
EBIT	12,2	17,1	9 % cagr
EBIT margin	7 %	9 %	
ROIC	19 %	28 %	
Share price (31/12/2015 – 31/12/2020)	€ 30,80	€ 51,00	11 % cagr
Total dividends (2016 – 2020)		€ 10,90	
Total shareholder return (2016 – 2020)		101 %	

Conclusion:
transformation achieved, but growth ambition has not been met.

Tijdens het vaststellen van het nieuwe strategische plan is gebleken dat Nedap met de huidige proposities en eersteklas productportfolio voldoende autonoom groeipotentieel heeft om de ambities in 2025 waar te maken. Daarbij is het van belang om marktleider te zijn en te blijven. Winstgevend omzetgroei is daarvan een belangrijke groeidriver. Vandaar de noodzaak *to Step Up!*

Wij menen dat de groeiperspectieven voor de marktgroepen *Healthcare*, *Livestock Management* en, in iets mindere mate, Retail en *Security* het beste zijn gepositioneerd om de geformuleerde doelstellingen te realiseren.

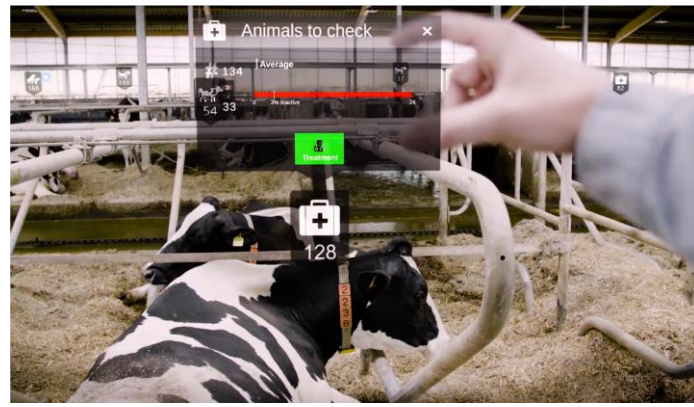
Nedap *Healthcare* is de onbetwiste marktleider in Nederland in de ouderenzorg (60% marktaandeel) en de gehandicaptenzorg (40% marktaandeel) en wint snel marktterrein in de geestelijke gezondheidszorg (GGZ) (circa 10% marktaandeel). De technologische oplossingen die Nedap levert aan de gezondheidszorg zijn voornamelijk software oplossingen. De omzet heeft dan ook een sterk wederkerend karakter en de groei van de wederkerende omzet (27% van groepsomzet) binnen Nedap komt voor een belangrijk deel van *Healthcare*.

Nedap blijft volop investeren in het verbeteren van de software oplossingen waardoor de concurrentiepositie steeds verder verbetert.

Maandbericht

In *Livestock Management* is Nedap een belangrijke internationale leverancier aan de melkvee- en varkenshouderij. De komende jaren zal deze marktgroep omzet en resultaten verder kunnen verhogen door nieuwe technologie-toepassingen te introduceren, de positie in bestaande markten (China, Noord-Amerika) verder te versterken en nieuwe markten (Australië, Pakistan, Latijns Amerika, Zuid-oost Azië) te veroveren.

Deze marktgroep speelt in op de groeiende vraag wereldwijd naar dierlijke eiwitten en de focus op betere diergezondheid en welzijn. De toenemende personeelsschaarste in de sector zorgt voor een grotere vraag naar het efficiënter inrichten van bedrijfsprocessen. De Nedap oplossingen spelen hierop in. Na vele jaren ontwikkeling en optimalisatie staat de melkmeter van Nedap aan het begin van haar commerciële introductie. Ook wordt dit jaar door innovatieve boeren gebruik gemaakt van de Nedap *Augmented Reality*-tool, een tool niet zoals op de foto hieronder links voor de koe, maar voor de boer zelf om zo live data te zien van de koe.



In Retail staat de door Nedap omarmde RFID-technologie op het punt van een internationale doorbraak. Met de ID Cloud software propositie verbeteren retailers hun commerciële en ESG-performance in aanzienlijke mate. Hoewel de covid-19 pandemie voorlopig nog een rem op de investeringsbereidheid van deze sector heeft gezet, heeft het ook de propositie van ID Cloud verder versterkt. Doordat klanten steeds meer online hun producten kopen en daarbij verschillende omnichanneldiensten, zoals *ship-from-store* en *click & collect*, gebruiken, wordt het voorraadbeheer steeds complexer.

De ID Cloud oplossing zorgt in veel gevallen ervoor dat de voorraadnauwkeurigheid wordt verhoogd van rond de 90% naar bijna 100% en is dus essentieel voor retailers en hun digitale strategie.

De afgelopen jaren liep de omzet van de conventionele anti-diefstal poortjes harder terug dan dat de omzet vanuit ID Cloud steeg, waardoor de marktgroep een omzetzakelijkheid liet zien. De ommekeer lijkt echter dichtbij te zijn. Nedap heeft over de afgelopen jaren verschillende klanten binnengehaald en lijkt nu een goed momentum te hebben. Zo werden er in 2020 en 2021 in ieder geval 7 toonaangevende klanten binnengehaald voor de ID Cloud oplossing.

Deze klanten gaan pas in een later stadium bijdragen aan de omzet aangezien de oplossing een implementatietijd heeft. De omzet is vervolgens wel van wederkerende aard en geeft dus een extra boost aan de software gerelateerde en voorspelbare (want: wederkerende) omzet. Nedap heeft als eerste doelstelling om tenminste 10.000 winkels aan te sluiten op de ID Cloud oplossing.

Datum	Merk	# winkels	Land
18 mei 2021	GANNI	~20	Denemarken
16 maart 2021	MS Mode	185	Benelux
2 februari 2021	Scotch & Soda	>225	Nederland
5 januari 2021	Filippa K	50	Zweden
12 november 2020	Encuentro Moda	125	Spanje
17 februari 2020	Sports Unlimited Retail	100	Benelux
4 februari 2020	Mountain Warehouse	400	Verenigd Koninkrijk

Tijdens de CMD bleef het ESG (*Environmental – Social – Governance*) verhaal van Nedap nog wat onderbelicht. Wij zijn echter van mening dat ook de ESG-propositie van Nedap zeer sterk is. Het langetermijnperspectief om *‘Technology for life’* te creëren is gericht op waardecreatie met het accent op mensen, het milieu en de maatschappij, waarbij gezonde resultaten worden geboekt. In het lopende boekjaar zal Nedap in dit kader haar ESG ambities presenteren en kwantitatief gaan rapporteren.

Alles bij elkaar zijn wij van mening dat Nedap goed is gepositioneerd om de gepresenteerde doelstellingen richting 2025 ook daadwerkelijk te realiseren. Teneinde het marktleiderschap in de zeven marktgroepen te bereiken, is inderdaad een groeiversnelling noodzakelijk. Daartoe heeft Nedap in het recente verleden ook de basis gelegd met een verdere verhoging van de R&D-uitgaven en een vergroting van het aantal medewerkers, met name op het gebied van *sales & marketing*.

De afgelopen jaren is het aantal medewerkers fors gegroeid, waarbij de kosten harder stegen dan de omzet, wat heeft geleid tot een licht afnemende marge. Deze investeringen zullen de komende jaren hun vruchten afwerpen en zorgen voor een stijgende omzet met een toenemende marge.

Daarnaast krijgt de omzet uit software oplossingen een steeds zwaardere weging in het totaal. De wederkerende omzet steeg, ondanks de coronacrisis, ook vorig jaar met 14% en is nu 27% van de groepsomzet. De omzet uit software oplossingen is een omzet van hogere kwaliteit en krijgt op de beurs vaak een hogere waarde toegekend. De omzet is namelijk goed voorspelbaar en heeft hogere marges.

Tevens kenmerkt het zich als *asset-light businessmodel* waardoor er niet of nauwelijks hoge kapitaalinvesteringen, behalve nieuwe software ontwikkelaars, benodigd zijn. De Ishares Expanded Tech-Software Sector ETF (mandje software aandelen van over de hele wereld) wordt tegen een koerswinstverhouding van maar liefst 50x op de beurs verhandeld.



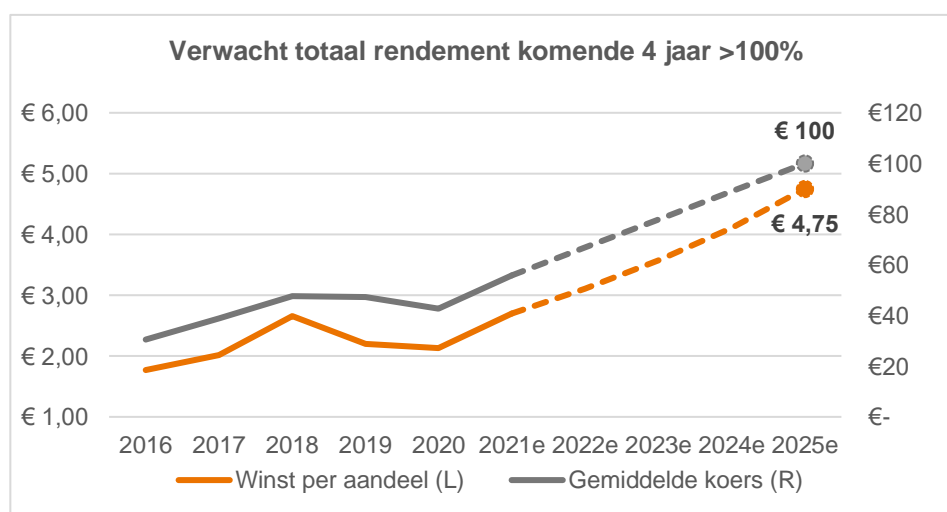
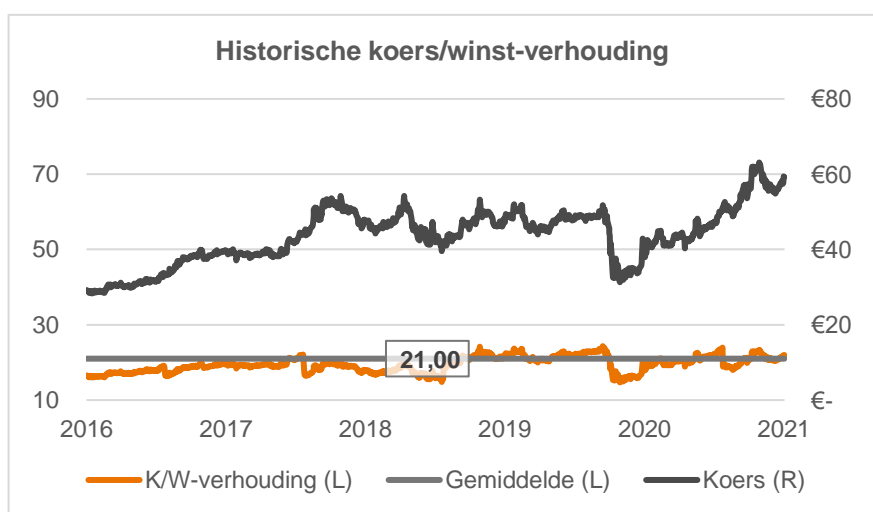
Maandbericht

Nedap heeft naast een *asset-light businessmodel* een ijzersterke financiële structuur (geen schuld) waardoor een hoge dividend *pay-out ratio* mogelijk is. Tegen de huidige beurskoers van € 57,50 wordt 21,3x de verwachte winst 2021 van € 2,70 voor de aandelen Nedap betaald. Uitgaande van een *pay-out ratio* van 93% bedraagt het dividendrendement in dit scenario 4,3%.

Voor de langere termijn hebben wij er alle vertrouwen in dat de doelstellingen voor 2025 door de onderneming behaald zullen worden. Daarmee zou de winst per aandeel alsdan uitkomen op een kloeke € 4,75. Ondanks dat de beurskoers dicht tegen haar *all-time high* van € 61,- staat, is de waardering van 12,1x de verwachte winst 2025 erg bescheiden. De afgelopen vijf jaar lag de gemiddelde koers/winstverhouding van het aandeel Nedap namelijk op ruim 21. Het verwachte dividendrendement op basis van de winst in 2025 komt bij de huidige beurskoers uit op 6,6%. Op basis van de historische gemiddelde koers/winstverhouding zou een beurskoers van € 100,- in het vat zitten. Daarmee is het verwachte totaal rendement (inclusief dividend) meer dan 100% over vier jaar.

Bedragen in € miljoen	2018	2019	2020	2021E	2025E	CAGR(E)
Omzet	191,4	191,5	189,9	199	275	+7,5%
Recurring revenue	37,2	44,6	50,7	59,7	93	+13%
Bedrijfsresultaat	19,4	17,5	17,1	20	39	+18%
Operationele marge	10,1%	9,1%	9,0%	10,1%	14,0%	
Nettowinst	17,1	14,2*	13,8	17,5	32	+18%
Winst per aandeel (€)	2,66	2,20*	2,13	2,70	4,75	+22%
Dividend per aandeel (€)	2,50	-,-	4,50	2,50	3,75	

* Exclusief opbrengsten verkoop Nedap France



Vooruitzichten

Begin juni houdt de aandelenmarkt de koerswinsten van de eerste vijf maanden goed vast. Het goede beursstemming is terug te vinden in het aantal nieuwe beursintroductions. Zo waren er in Nederland dit jaar al verschillende IPOs met InPost, Allfunds, NX Filtration en verschillende *Special Purpose Acquisition Companies* (SPACs). Naar verwachting zullen ook *data transfer onderneming* WeTransfer en *e-commerce onderneming* Coolblue dit jaar de weg naar de beurs weten te vinden.

Nu de cijfers over het eerste kwartaal bekend zijn, breekt een bedrijfsnieuws-luwe periode aan met lagere beursomzetten. Voor de middellange termijn blijven wij echter uiterst positief gestemd over het winst- en groeipotentieel van onze participaties, zowel organisch alsmede via winstgevendende acquisities.

Op basis van *base-case* winst- en dividendtaxaties noteert onze portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2021 van 15,3 en een gewogen dividendrendement 2021 van 3,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



HILCO WIERSMA (1977)

• Fund Manager & Managing Partner sinds 2007



WILLEM BURGERS (1957)

• Fund Manager & Partner sinds 2007



BASTIAAN ROGMANS CFA (1984)

• Analist sinds 2018

Amsterdam, 14 juni 2021