

NAV:
€ 90,66

AuM:
€ 156.785.080

MTD:
-1,06%

YTD:
-11,09%



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in mei een wisselend beeld zien. De AEX-Index steeg met 1,0% naar 712,9, de Amsterdam Midkap Index daalde met 2,0% naar 1.013 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 0,7% hoger op 1.398,3.

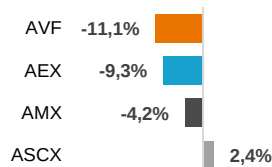
De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in mei met 1,1% van € 91,63 naar € 90,66. Over de eerste vijf maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -11,1% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 31 mei 2022 bedroeg € 156,8 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 138,0 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind mei een creditsaldo en overige overlopende posten van 12,0% van het fondsvermogen.

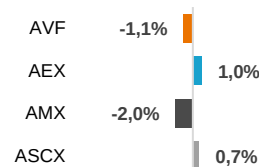
- 1) In mei realiseerden 2 van de 12 participaties (= 17%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 10 van de 12 participaties (= 83%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde onze nieuwe participatie **Ebusco** het best in portefeuille. In dit maandbericht gaan we dieper op de investment case in;
- 3) De zwakst presterende participatie in mei was **Acomo**. Buiten de dividenduitkering van € 0,60 per aandeel in contanten, was er geen bedrijfsgerelateerd nieuws.

Rendement

%-verandering 2022 (incl. dividend)

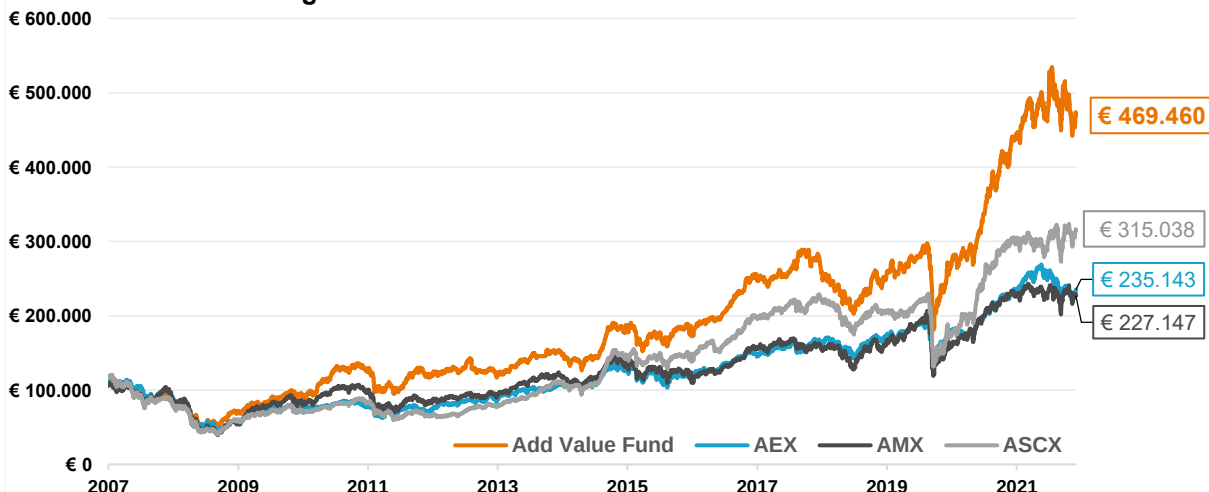


%-verandering maand (incl. dividend)



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	15,7%	1. Ebusco	1,4%	1. Acomo	-5,9%
2. BE Semiconductor Ind.	11,3%	2. Hunter Douglas	0,5%	2. Flow Traders	-5,4%
3. Flow Traders	10,3%	3. ASM International	-0,2%	3. Nedap	-5,1%

Waardegroei €100.000 sinds start Add Value Fund vs. Indices



Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie			AVF	AEX	AMX	ASCX
Startdatum	1 februari 2007	cum.	369,5%	135,1%	127,1%	215,0%
Fondsvermogen	€ 156,8 mln	2022	-11,1%	-9,3%	-4,2%	2,4%
Beurskoers	€ 90,39	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 90,66	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Aantal uitstaande aandelen	1.729.337	2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2017	26,7%	16,5%	24,7%	34,5%
Valuta	EUR	2016	14,9%	13,6%	0,8%	7,5%
ISIN Code	NL0009388743	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	26 april 2022
Dividendbeleid en -historie	Zie website

Dividend	
Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	26 april 2022
Dividendbeleid en -historie	Zie website

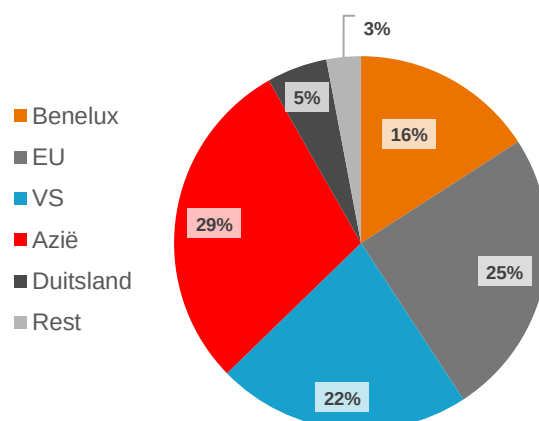
Rating	
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Neutral

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	9,1%	25,2%	13,3%	14,6%	10,6%
AMX-index	-1,5%	14,3%	7,8%	10,3%	5,5%

Bron: Add Value Fund, Datastream: Peildatum 31-05-2022. Na kosten:
 Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX	Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
Schuld ratio	0	3,9	> € 5 miljard	34,0%	43,6%
% Positieve maanden	63,2%	62,6%	> € 2 miljard	14,2%	34,7%
% Positieve jaren	75,0%	68,8%	> € 1 miljard	24,9%	21,6%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%	> € 500 miljoen	8,6%	0,0%
% jaren outperformance	68,8%		< € 500 miljoen	18,3%	0,0%
Active share vs. AMX	79,9%				
Standaard deviatie (10 jaar)	17,3%	17,6%			
Top-3 holdings % van totaal	36,8%	27,4%			
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	7,8%				
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,6%				
Beta (5 jaar)	0,96				
Beta (sinds begin)	0,86				
Sharpe ratio (5 jaar)	0,78	0,51			
Sharpe ratio (sinds begin)	0,63	0,50			

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²¹	17,1	31,6
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	14,7	14,0
Dividendrendement ²⁰²¹	2,9%	2,9%
Dividendrendement ²⁰²²	3,8%	3,3%

Omzetverdeling portefeuille




Duurzaamheid

Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcapaandelen. 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.

Duurzaamheid Rating

Morningstar Duurzaamheid Rangschikking

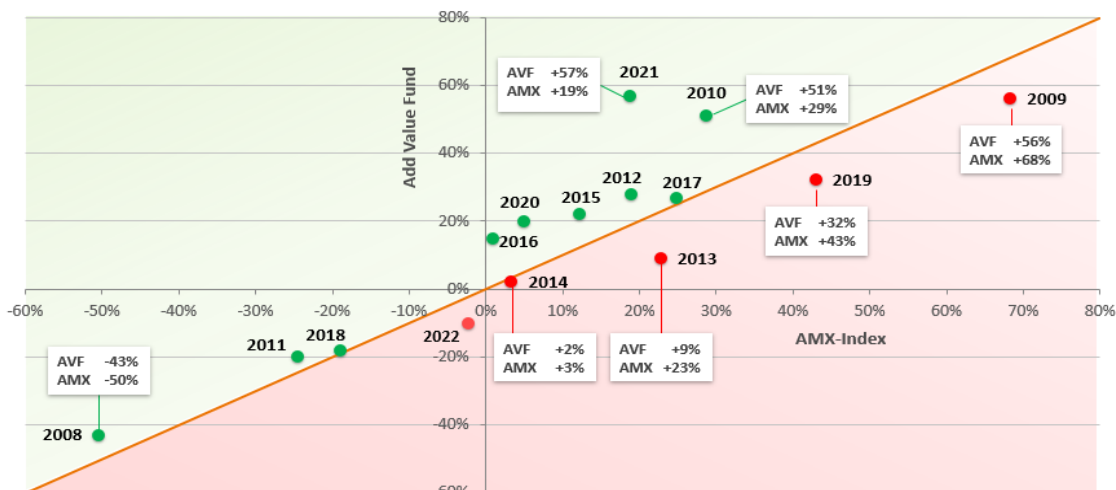


Morningstar Duurzaamheid Rangschikking %

Top-2%



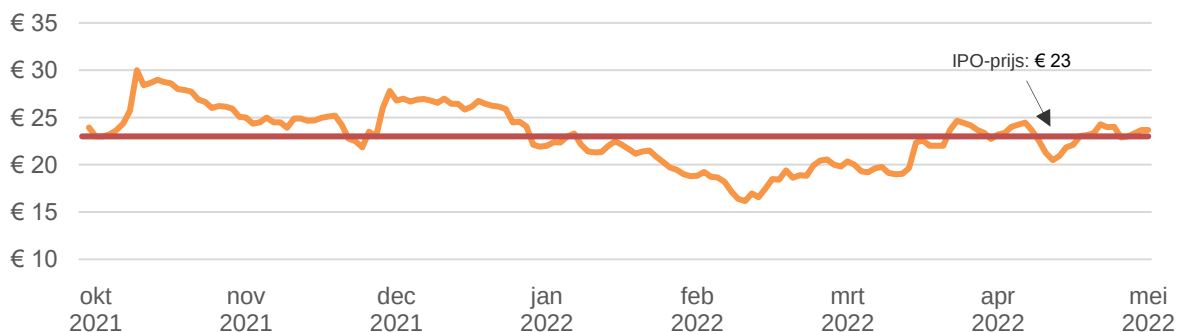
Outperformance vs. referentie-index (AMX) in zowel goede als slechte tijden



Ebusco nieuwe participatie Add Value Fund - de pionier en voorloper in elektrische bussen

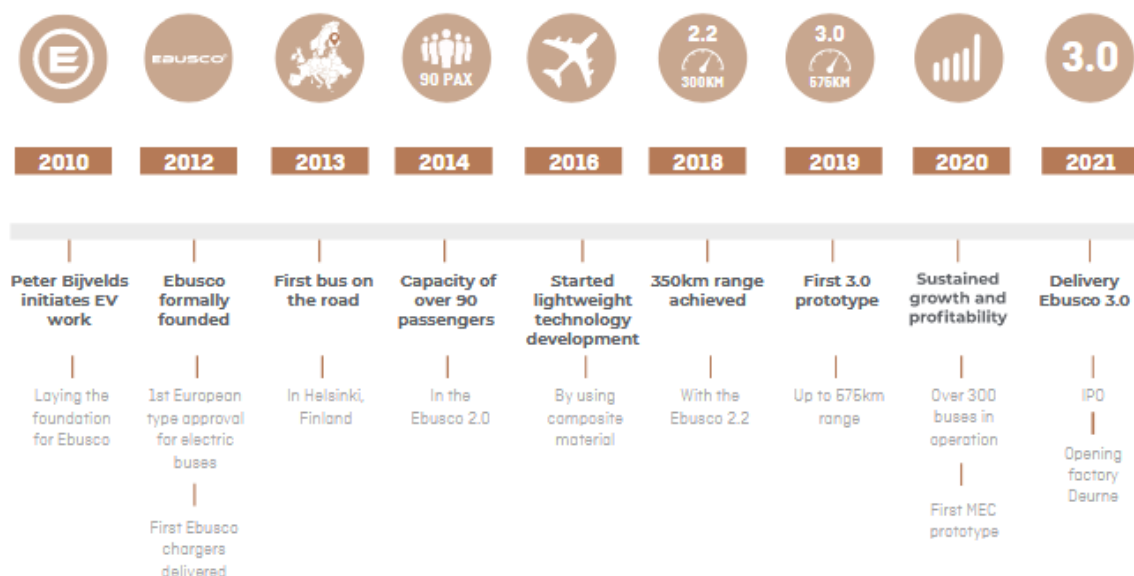
In dit maandbericht zullen wij de investment case Ebusco aan u voorleggen. Na een uitgebreid en diepgaand onderzoek, waaronder een bezoek aan de Ebusco fabriek in Deurne, meerdere gesprekken met het management en industrie experts, hebben wij besloten om deze Nederlandse pionier in elektrische bussen toe te voegen aan onze portefeuille. De afgelopen maanden hebben wij nuttig gebruik gemaakt van de zwakte in de markt om stapsgewijs een positie op te bouwen tegen een gemiddelde prijs die lager ligt dan de IPO-prijs van € 23,- per aandeel.

Koersontwikkeling Ebusco sinds IPO



Bron: Datastream

Ebusco is een ontwerper en fabrikant van emissievrije bussen en heeft met de Ebusco 3.0 een revolutionaire bus op de markt gezet. Naast fabricage neemt Ebusco ook zorg voor het gehele ecosysteem rondom elektrische bussen, zoals oplaadsystemen, onderhoud en service en de *after life* van batterijen. Sinds haar formele oprichting in 2012 door oprichter en tevens grootaandeelhouder Peter Bijvelds heeft de onderneming al meer dan 350 bussen geleverd, die nu in verschillende Europese landen dagelijks op de weg te vinden zijn. Zo rijden er Ebusco bussen in Nederland, Duitsland, België, Frankrijk, Zwitserland, Denemarken en Noorwegen. Ook rijden er dagelijks Ebusco bussen langs ons nieuwe kantoor in Amsterdam-Zuid.



Bron: Ebusco

In 2020 wist de onderneming op een omzet van € 100 miljoen een nettowinst te behalen van € 16,7 miljoen. De € 24 miljoen omzet in overgangsjaar 2021 lag als gevolg van de door corona stilgevallen bustenders fors lager. Gewonnen tenders zorgen vaak pas een jaar later voor omzet, de terugval van de tenderactiviteit in 2020 was daarom ook duidelijk zichtbaar in 2021. Omdat Ebusco de toekomst met veel vertrouwen tegemoetziet, heeft het in 2021 wel flink door geïnvesteerd in de groei van de organisatie. Het nettoverlies kwam in 2021 uit op € 26,8 miljoen.

Na het overgangsjaar 2021 is Ebusco 2022 met een record orderboek in ieder geval goed begonnen. De afgelopen vijf maanden heeft de onderneming meer bussen verkocht dan in de afgelopen 10-jaar. Tenders die tijdens de coronapandemie werden geannuleerd komen nu weer op de markt. Deze zogenaamde *tender opportunity* bestaat voor Ebusco op dit moment uit ruim 3.000 bussen. De vooruitzichten voor de elektrische bussenmarkt zijn goed, de sterk opgelopen brandstofprijzen door de oorlog in Oekraïne heeft de energietransitie, waar de elektrificatie van het openbaarvervoer onderdeel van is, nóg hoger op de agenda gezet. Ebusco blijft dan ook doorgaan met het opschalen van de productiecapaciteit en het uitbreiden van haar organisatie. Dit jaar zijn al 135 nieuwe voltijd medewerkers aangetrokken, een stijging van 44% ten opzichte van ultimo 2021. Dat Ebusco een hoogtechnologisch en innovatief bedrijf is blijkt wel uit het werknemersbestand, ruim een derde daarvan bestaat namelijk uit engineers.

Tot nu toe heeft Ebusco haar omzet voornamelijk behaald met de verkoop van de Ebusco 2.2. Het streven is echter om op den duur de 2.2 uit te faseren en enkel de Ebusco 3.0 te produceren, de meest innovatieve bus op dit moment in de markt beschikbaar. De 3.0 wordt momenteel door Ebusco zelf in Deurne geproduceerd. De productiecapaciteit is hier echter nog beperkt en om ook aan de toekomstige vraag te kunnen blijven voldoen is het noodzaak om de productiecapaciteit fors uit te breiden. Ten behoeve hiervan heeft Ebusco een ambitieus expansieplan voor ogen. Dit plan vergt echter substantieel groeikapitaal. Door op 22 oktober 2021 naar de Amsterdamse beurs te gaan en nieuw groeikapitaal op te halen is een eerste belangrijke stap genomen om de wereldwijde expansieplannen te financieren en gecontroleerd uit te rollen.

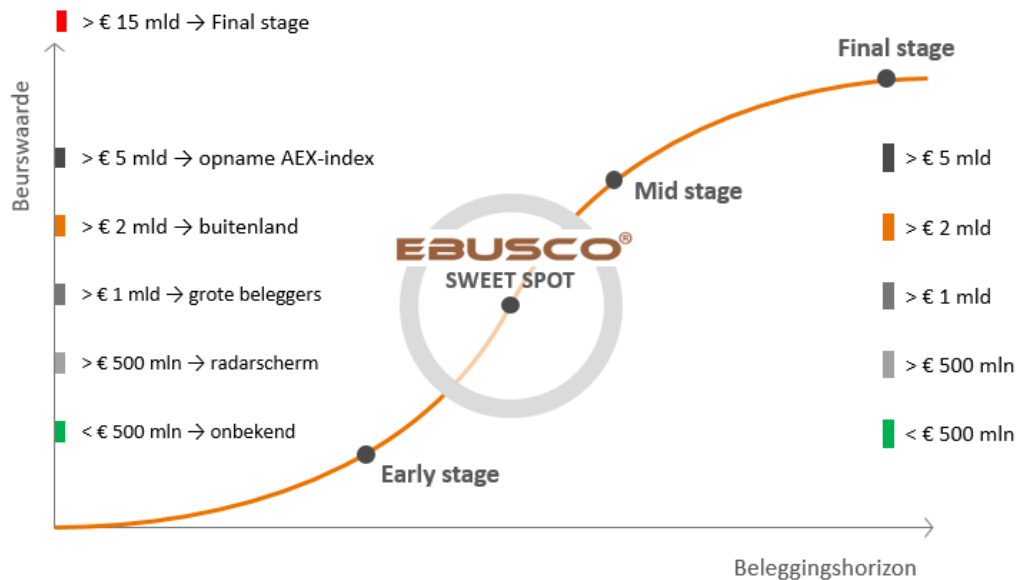


Een Ebusco 2.2 bij ons kantoor in Amsterdam-Zuid

Ebusco heeft met de beursgang € 323 miljoen aan nieuw groeikapitaal weten op te halen. Met een IPO-prijs van € 23 per aandeel kwam de totale beurswaarde uit op € 1,35 miljard. Er werden alleen nieuwe aandelen uitgegeven en bestaande aandeelhouders – Peter Bijvelds (35,4%), Van der Valk Investments (23,6%) en ING (21%) – verkochten allen geen aandelen. De oprichter, grootaandeelhouder en CEO Peter Bijvelds heeft dus zelf substantieel *'skin in the game'*, wat aangeeft dat hij alle vertrouwen heeft in de toekomst en de belangen parallel lopen met overige aandeelhouders. Ook de andere leden van het managementteam hebben aandelen in het bedrijf. Het doel van de beursgang was dan ook niet om bestaande aandeelhouders een exit te bieden, wat vaak het geval is, maar om bestaande leningen af te lossen en groeikapitaal op te halen voor de internationale expansie. Bestaande aandeelhouder ING kocht zelfs voor € 26 miljoen aan aandelen bij tijdens de beursgang. Ook na de recente afloop van de *lock-up* periode, zes maanden na de beursgang, hebben geen van de bestaande aandeelhouders hun belang verkleind.

S-curve

Add Value fund is continue op zoek naar kleine en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen die actief zijn in structurele groei- en/of nichemarkten. Deze zogenaamde '*mini-multinationals*' hebben vanwege hun omvang een aantrekkelijker groeipotentieel dan grote ondernemingen ofwel *largecaps*. Met een marktwaarde van € 1,4 miljard bevindt Ebusco zich middenin de *sweet spot* van de S-curve, met nog een steil oplopende groeifase in het verschiet. De onderneming staat pas aan het beginstadium van haar langjarige groeitraject.



In deze investment case zullen wij allereerst de groeidrijvers achter de toenemende elektrificatie van de wereldwijde bussenvloot bespreken en tevens de potentiële markt voor Ebusco definiëren. Daarna zal de bus van Ebusco worden vergeleken met die van concurrenten en zal worden geconcludeerd dat de propositie van Ebusco superieur is. Ten derde wordt het internationale expansieplan van de onderneming besproken. Tot slot zullen we ingaan op de waardering van het aandeel en het opwaarts koerspotentieel.

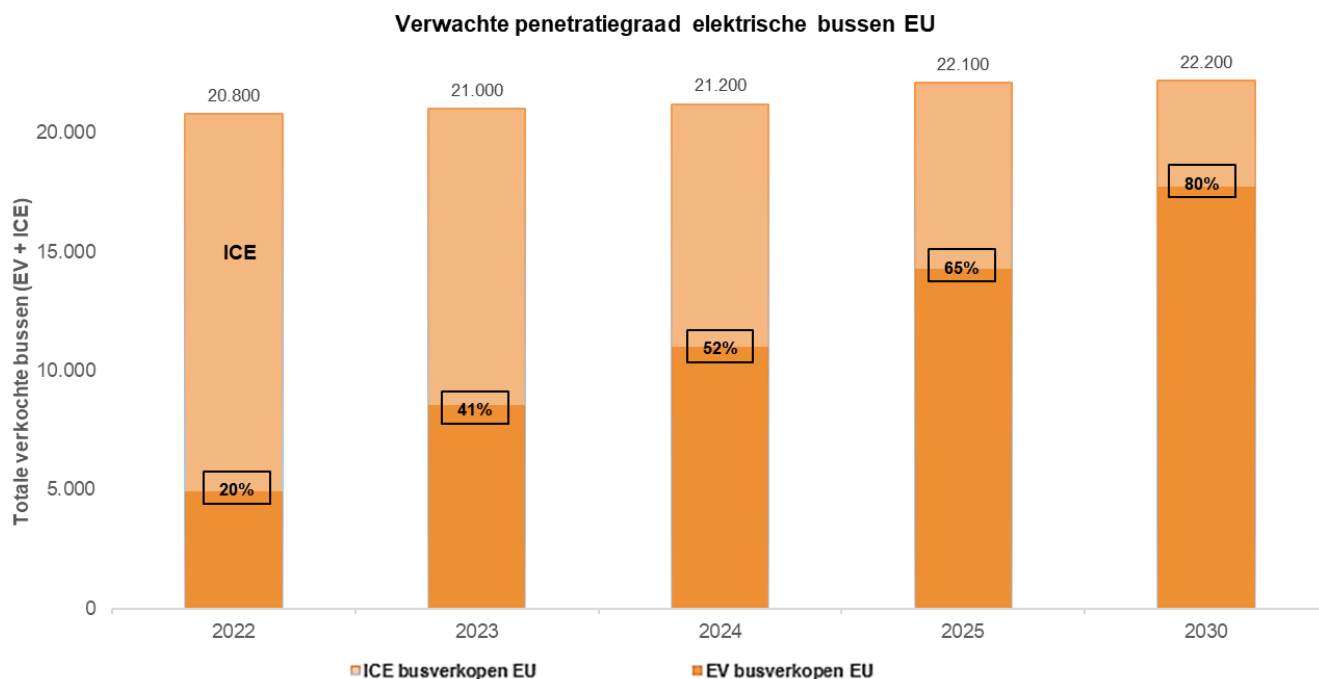
Elektrische penetratiegraad EU gaat fors toenemen

In de Europese Unie worden jaarlijks rond de 21.000 bussen verkocht. Hiervan was in 2021 10,6% elektrisch aangedreven. Dit was in 2020 nog slechts 6,1%. De verwachting is dat deze penetratiegraad van elektrische bussen de komende jaren exponentieel gaat toenemen. Deze megatrend heeft twee belangrijke oorzaken.

Ten eerste vormt het elektrificeren van het openbaarvervoernetwerk voor nationale overheden een van de speerpunten om de Parijs klimaatdoelstellingen te behalen. Lokale busmaatschappijen worden dan ook door overheden aangemoedigd (en gesubsidieerd) om in tenders de nadruk te leggen op emissievrije bussen. Aangezien deze busmaatschappijen grotendeels worden gefinancierd door deze zelfde overheden, vormt het overheidsbeleid een grote *push* factor voor de verdere penetratie van elektrische bussen. Duitsland heeft bijvoorbeeld recentelijk € 600 miljoen subsidie ter beschikking gesteld voor de aanschaf van 1.700 klimaat neutrale bussen. Doel is dat in 2030 50% van alle Duitse bussen elektrisch aangedreven zijn. Ook Nederland wil dat vanaf 2025 alle nieuw verkochte bussen elektrisch zijn en vanaf 2030 moet de gehele bussenvloot emissievrij zijn. Nagenoeg ieder Europees land heeft een soortgelijk subsidieprogramma lopen met ambitieuze klimaatdoelstellingen.

Ten tweede is er de *customer pull*. De alsmaar dalende kosten van een elektrische bus vormen voor de busmaatschappijen een goede reden om over te stappen van diesel naar elektrisch. In veel gevallen zijn de totale kosten, de TCO of *Total Cost of Ownership*, van een elektrische bus al lager dan die van een dieselbus. Hoewel de aanschafprijs nog hoger ligt, wordt er uiteindelijk bespaard op gebruikskosten, onderhoud en levensduur. Ook de positieve impact op het publieke imago en het comfortabelere rijcomfort vormen voor busmaatschappijen een belangrijke reden om de transitie te maken.

De onderstaande grafiek laat de verwachte trend zien in het procentuele aandeel van elektrische- (EV) en verbrandingsmotor aangedreven bussen (ICE) in de totale mix. De verwachting is dat de elektrische penetratiegraad de komende jaren in de Europese Unie gaat groeien van 10,6% in 2021, naar 20% in 2022 en 80% in 2030. Dit houdt in dat in 2030 80% van alle verkochte nieuwe bussen in de EU elektrisch aangedreven zullen zijn. Waar dus naar verwachting in 2022 rond de 4.500 elektrische bussen in de EU worden verkocht, stijgt dit aantal naar ruim 17.000 stuks in 2030.



Bron: AVF, Roland Berger Commercial VDD Report

Ook in de andere markten die Ebusco aanmerkt als doelmarkt (Noord-Amerika, Japan, Midden-Oosten en Australië) wordt een soortgelijke trend verwacht. Ebusco heeft tot nu toe alleen nog maar bussen in de EU heeft verkocht, maar wij verwachten dat vanaf 2023 ook bussen verkocht zullen worden buiten de EU.

Aangenomen dat momenteel de gemiddelde verkoopprijs van een elektrische bus rond de vijfhonderdduizend euro ligt en naar verwachting in de toekomst licht zal gaan dalen, groeit de Europese markt voor nieuwe elektrische bussen van € 2,1 miljard in 2022 naar € 7,3 miljard in 2030. De totale doelmarkt van Ebusco groeit in dezelfde periode van € 3,2 miljard in 2022 naar € 10,8 miljard in 2030. Dit komt neer op een samengestelde groei van 16% per jaar.

Met 139 verkochte bussen in 2021 had Ebusco in de EU een marktaandeel van ruim 4%. Wij verwachten dat dit percentage, mede door recent gewonnen tenders, in 2022 uit zal gaan komen op circa 7%. Op de middellange termijn denkt de onderneming dat haar gemiddelde marktaandeel in al haar doelmarkten kan uitkomen op 15% tot 17%. Dit is dus inclusief een marktaandeel in Noord-Amerika, Japan en Australië. De superieure propositie van de Ebusco 3.0 en de geplande forse capaciteitsuitbreiding moeten hieraan bijdragen.

De Ebusco 3.0 is een gamechanger

Ebusco heeft op dit moment twee verschillende bussen, de 2.2 en de 3.0. De 2.2 wordt door partner Weichai in China geproduceerd met componenten die Ebusco voornamelijk zelf van Europese leveranciers heeft ingekocht. Voor de laatste inspectie en aanpassingen wordt de 2.2 naar de fabriek van Ebusco in Deurne verscheept, om vervolgens te worden geleverd aan de klant. De 2.2 vormt nu nog het overgrote merendeel van de tot nu toe verkochte bussen en het orderboek (2/3). De recent gewonnen grote tender van Deutsche Bahn, de grootste busmaatschappij van Duitsland en tevens van heel Europa, heeft Ebusco met de 2.2 gewonnen. Dit geeft de sterke competitieve positie van de 2.2 in de markt aan en het vertrouwen van Deutsche Bahn in Ebusco. Deze opdracht is de grootste order ooit (oplopend tot 800 bussen) en een echte doorbraak voor Ebusco. Meer dan de helft van de huidige lopende tenders wordt nu echter aangegaan met de Ebusco 3.0.

In 2016 is Ebusco samen met de onderneming Pondus begonnen met het ontwikkelen van een lichtgewicht bussenframe op basis van composietmaterialen die onder andere ook worden gebruikt in de luchtvaartindustrie en de formule 1. Het doel toentertijd was om het gebruik van staal/aluminium in de bus van de 2.2 zoveel mogelijk te minimaliseren om zo het gewicht te verlagen. Een lager gewicht betekent immers een hogere actieradius bij hetzelfde batterijvermogen. Gezien het sterke competitieve voordeel wat behaald kon worden met deze lichtgewicht technologie werd besloten om Pondus in 2021 in zijn geheel over te nemen. Deze onderneming bestond voornamelijk uit oud Fokker werknemers, die hun expertise omtrent het gebruik van composietmaterialen in de

vliegtuigindustrie nu konden toepassen op de Ebusco 3.0.

Het resultaat van deze ontwikkeling kwam in 2019, toen het eerste prototype van de Ebusco 3.0 werd onthuld. Dit prototype heeft zich gaandeweg ontwikkeld tot de meest innovatieve elektrische bus op de markt en is sinds eind vorig jaar op kleine schaal in gebruik bij klant Stadtwerke München. Een mooie testcase, want deze klant heeft zowel de 2.2 als de 3.0 van Ebusco rondrijden. En wat blijkt, de 3.0 verbruikte tijdens een dag lange rit 41% minder stroom per kilometer dan de 2.2 op dezelfde route en onder dezelfde omstandigheden. De 3.0 kon dus met dezelfde batterijcapaciteit een hogere actieradius behalen. Deze resultaten waren nóg beter dan Ebusco van tevoren had verwacht.

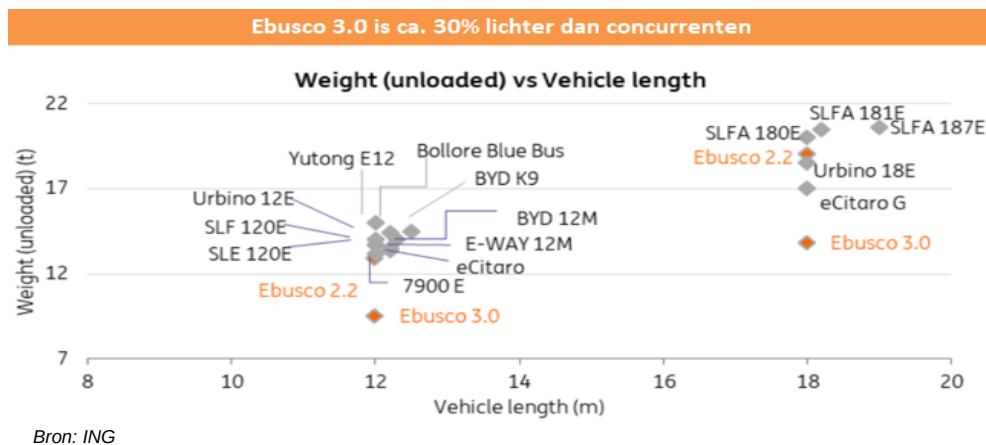
De technische specificaties van de 3.0 zijn dus indrukwekkend. Met een gewicht van slechts 9.500 kg is de 3.0 27% lichter dan de 2.2 en circa 30% lichter ten opzichte van vergelijkbare concurrerende bussen. Dit enorme verschil in gewicht geeft een groot aantal voordelen. Zo is er minder batterijvermogen nodig voor



Analyst Jordi Fierlings test de kwaliteit van een Ebusco 3.0

hetzelfde aantal gereden kilometers. Hierdoor kan de 3.0 uit de voeten met een relatief kleinere batterij (is minder gewicht), maar weet het toch een relatief hoge actieradius te bereiken van ruim 500 kilometer. Dit verhoudt zich tot een actieradius van 350 kilometer voor de 2.2 en soortgelijk concurrenten. Daarnaast zorgt het lichtere gewicht voor minder onderhoudskosten, omdat bijvoorbeeld de banden minder vaak vervangen hoeven te worden en de assen minder snel slijten. Maar nog belangrijker, nagenoeg alle concurrerende bussen hebben in totaal 4

achterbanden (twee naast elkaar) en de Ebusco 3.0 slechts in totaal twee achterbanden. Dit scheelt weer qua gewicht en onderhoudskosten. Dit geldt voor zowel de 12-meter alsook de 18-meter bus van de Ebusco 3.0.



Een tweede verbetering in de 3.0 is de optimalisering van de batterijtechnologie. Ebusco weet door gebruik te maken van eigen ontwikkelde slimme software de prestaties van de batterijen te optimaliseren. Zo worden het verbruik, de laadcyclus en de temperatuur van de batterijen gemonitord en geoptimaliseerd met behulp van software. Wat resulteert in een zeer efficiënt batterijpakket, dat als vooruitstrevend in de bussenindustrie kan worden beschouwd.

Ook de keuze van het type batterij onderscheidt Ebusco van haar concurrenten. Zo heeft de onderneming samen met batterijproducent Gotion een batterij ontwikkeld op basis van lithium en vrij van kobalt. Het grote voordeel van deze *Lithium Ferro Phosphate* (LFP) batterij is dat deze beter bestand is tegen hoge temperaturen en daarom minder brandgevoelig is. Het overgrote deel van de concurrenten maakt echter nog gebruik van de ESG onvriendelijke *Nickel Cobalt Manganese* (NCM) batterijen. Deze batterij heeft over het algemeen een hogere energiedichtheid, maar is wel veel brandgevoeliger. Met enige regelmaat staan er dan ook concurrerende elektrische bussen in de brand, zoals onlangs in Parijs en in Londen. Voor het overgrote merendeel van de gevallen gaat het hier dan om NCM-batterijen.

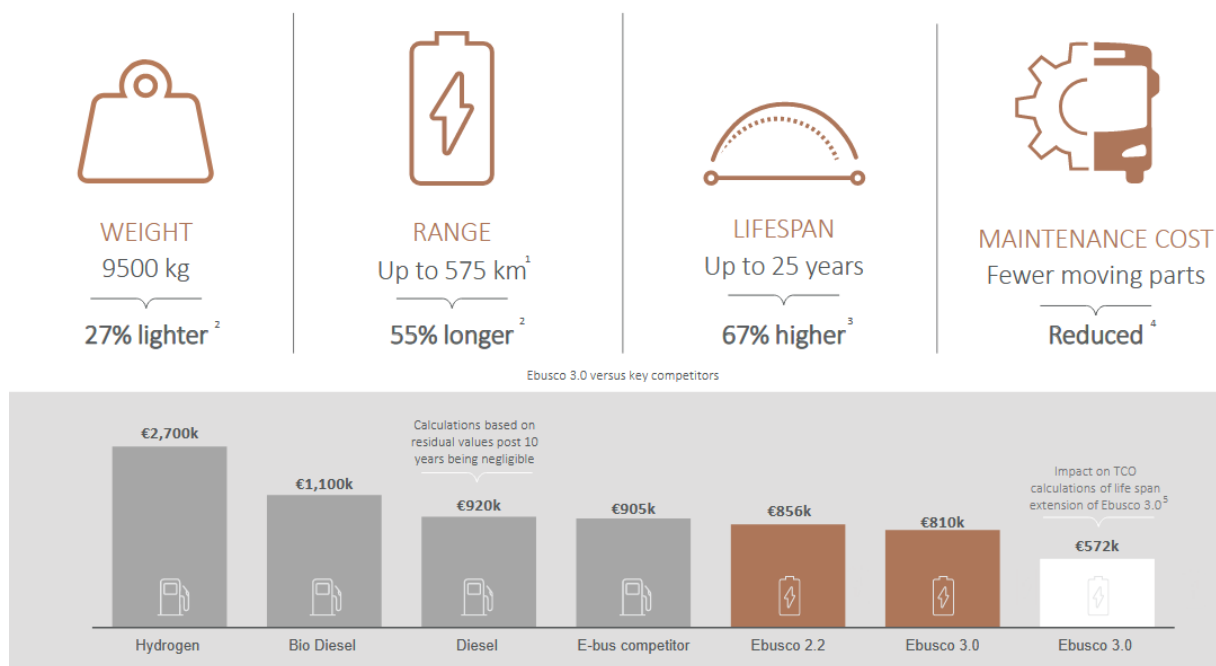
Ebusco heeft echter het nadeel van een lagere energiedichtheid weten te compenseren met een slimmer gebruik en indeling van de batterijcellen op pakketniveau. De onderneming heeft hier veel onderzoek en ontwikkeling in gestoken, daarom is ruim een derde van het personeel van Ebusco bezig met R&D en engineering om hun concurrentievoorsprong te behouden. Ondanks dat Ebusco dus gebruik maakt van LFP-batterijen, weet het door het innovatieve design van het batterijpakket en het lichte gewicht van de bus, toch een actieradius te bereiken van meer dan 500 kilometer. Daarnaast heeft de Ebusco 3.0 de batterijen in de bodenvloer en niet in het plafond, zoals bij concurrenten. Dit heeft als voordeel dat het zwaartegewicht van de bus veel lager is, wat weer het rijgedrag en -comfort ten goede komt.

Lagere Total Cost of Ownership en hogere actieradius

De totale kosten voor een busmaatschappij (TCO) over de levensduur van een bus bestaan uit de aanschafkosten van de bus zelf plus de kosten die ontstaan bij gebruik van de bus, zoals stroom- en onderhoudskosten. Het lichtgewicht composietenframe, de relatief kleine batterij gecombineerd met slimme software, en de lagere onderhoudskosten maken allen dat de TCO van de 3.0 circa 35% lager is ten opzichte van andere elektrische bussen en circa 38% lager in vergelijking met dieselbussen. De Ebusco 3.0 heeft dus ten opzichte van concurrerende elektrische bussen veel lagere kosten maar toch een hogere actieradius. Baanbrekend en ontzettend knap wat ons betreft. Aangezien de TCO van een bus het belangrijkste investeringscriterium is voor een busmaatschappij, denken wij dat de middellange termijn doelstelling van een marktaandeel van 15% tot 17% (nu circa 5%) haalbaar moet zijn.

Naast de TCO vormt ook de rijbetrouwbaarheid en levensduur voor busmaatschappijen een belangrijk aankoopcriterium. Wat dat betreft vormt het gebruik van de brandveilige LFP-batterij voor Ebusco steeds meer een *unique selling point* in haar aanbestedingen. Daarnaast wordt lokaal produceren steeds belangrijker. Vandaar dat Ebusco in de belangrijkste doelmarkten eigen fabrieken wil opzetten.

DISRUPTIVE CUSTOMER PROPOSITION WITH LOWEST TOTAL COST OF OWNERSHIP



Bron: Ebusco

Orderboek op recordhoogte

Busmaatschappijen zijn in Europa verplicht om ten behoeve van de aanschaf van nieuwe bussen tenders uit te schrijven. Zoals eerder beschreven vormen de TCO, de rijbetrouwbaarheid en lokale productie belangrijke criteria in deze tenders. Ebusco heeft de afgelopen tijd dan ook verschillende tenders gewonnen, wat heeft geresulteerd in een orderboek van 1.274 elektrische bussen waarvan dit jaar naar verwachting 285 zullen worden geleverd. Het overgrote merendeel van de orders in het orderboek zijn afkomstig uit Duitsland, dat met gevestigde namen zoals Mercedes, Scania en Man als zeer competitief kan worden beschouwd. Duitsland is tevens de grootste bussenmarkt van Europa. Dat Ebusco zich in deze traditionele markt heeft weten binnen te vechten, geldt als bewijs van de superieure propositie van haar elektrische bussen. Sterker nog, het merendeel van de tenders is gewonnen met de 2.2, de komende tenders die Ebusco voor meer dan de helft aangaat met de 3.0, zien wij dan ook met veel

vertrouwen tegemoet. De eerste 39 3.0 bussen in Nederland die Ebusco dit jaar aan Transdev (voorheen Connexxion) voor Gooi en vechtstreek gaat leveren, is daarvan een mooi bewijs.

Recent heeft de onderneming een door Deutsche Bahn uitgeschreven grote tender gewonnen voor de levering op oproep van 260 bussen in de periode 2023-24. Daarnaast heeft de busmaatschappij de optie om in de periode 2025-26 nog eens 540 bussen op te roepen. Aangezien Deutsche Bahn met meer dan 10.000 bussen de grootste bus vervoerder in Duitsland is, is deze raamovereenkomst voor Ebusco een belangrijke mijlpaal. Helemaal knap is dat Ebusco deze tender heeft gewonnen met de 2.2, en niet met de technisch geavanceerdere 3.0. De productiecapaciteit van de 3.0 is op dit moment nog onvoldoende om zulke grote orders te kunnen produceren.

Forse uitbreiding productiecapaciteit

Met een sterk groeiende elektrische bussenmarkt, een superieure propositie (lagere TCO en hogere actieradius) gecombineerd met het winnen van tenders, is het noodzaak dat Ebusco haar productiecapaciteit fors gaat uitbreiden om aan de sterk toenemende vraag te kunnen voldoen.

Waar de 2.2 nog door partner Weichai uit China wordt geassembleerd, wordt de 3.0 volledig door Ebusco zelf in Deurne gebouwd. Deze fabriek in Deurne zal eind van dit jaar naar verwachting een productiecapaciteit hebben van twee bussen per dag (nu een), ofwel 500 bussen per jaar. Aangezien de 2.2 op den duur uit productie zal worden gehaald, is het belangrijk om de productiecapaciteit van de 3.0 zo snel mogelijk op te schalen. Dit zal deels in Deurne gebeuren maar ook vooral op locaties buiten Nederland.

De productielocatie in Deurne is vanaf de tekentafel speciaal ontworpen en ingericht voor de productie van de elektrische Ebusco 3.0. In tegenstelling tot veel gevestigde concurrenten heeft Ebusco dus niet te maken met oude diesel productielijnen die het heeft moeten ombouwen om geschikt te maken voor de assemblage van elektrische bussen. Hierdoor weet de onderneming zeer efficiënt te produceren, wat heeft geresulteerd in een kostprijs per elektrische bus die ver onder die van de concurrentie ligt.



De fabriekshal in Deurne. Bron: Ebusco

De onderneming maakte recent bekend dat het in vergevorderde gesprekken is voor de lease van een bestaande fabriekshal in Frankrijk. Na een grondige renovatie en een initiële *learning curve* kunnen hier naar verwachting vanaf eind 2023 3.0 bussen worden gefabriceerd. Daarna zullen soortgelijke fabrieken in Polen en Australië (binnenkort goedkeuring verwacht) worden opgezet. Ook is de onderneming van plan om op de middellange termijn een volwaardige fabriek, inclusief de productiemiddelen om het composietenframe te produceren, in de Verenigde Staten op te zetten. Over het algemeen liggen in de VS de gemiddelde verkoopprijzen hoger, zijn de bussen van mindere kwaliteit en is de concurrentie nog beperkt. Wij verwachten dan ook dat Ebusco op termijn de lucratieve

Amerikaanse bussenmarkt gaat betreden. Het zou ons niets verbazen als Ebusco veel eerder voet aan de grond zet in de VS dan de markt verwacht.

De productie-uitbreidingen in het buitenland vergen relatief weinig kapitaal. Zo gaat de renovatie en inrichting van de nieuwe fabriek in Frankrijk circa € 10 miljoen kosten. De uitbreidingen naar Polen en Australië zullen naar verwachting eenzelfde investering gaan behelzen. Een eventuele nieuwe fabriek in de Verenigde Staten zal rond de € 30 miljoen bedragen. Het is de bedoeling dat de locatie in Frankrijk op den duur minimaal 500 3.0 bussen gaat produceren. Gegeven de gemiddelde verkoopprijs van rond de vijfhonderdduizend euro betekent dit dat deze en soortgelijke fabrieken per jaar theoretisch een omzet van € 250 miljoen zouden kunnen realiseren. Dit betekent slecht een initiële investering van vier procent van de maximaal haalbare omzet. Het bedrijfsmodel van Ebusco kan dan ook worden gekenmerkt als *asset* en *capex light*.

Ambitieuze middellange termijn doelstellingen

Deze expansieplannen zijn van essentieel belang om de doelstellingen van de schuldenvrije onderneming van het op de middellange termijn produceren van 3.000 bussen per jaar te behalen. Met een gemiddelde verkoopprijs per bus van circa vijfhonderdduizend euro zal dit resulteren in een omzet van circa € 1,5 miljard. Ebusco verwacht op deze omzet een EBITDA-marge van meer dan 35% te kunnen behalen en nettowinstmarges die ver boven die van concurrenten ligt. Een lagere kostprijs per geproduceerde bus en een efficiëntere organisatie moeten hiervoor zorgen.

Met het huidige orderboek verwachten wij dat Ebusco dit jaar 285 bussen zal leveren. De onderneming heeft dus nog een grote stap te maken om haar middellange termijn doelstellingen te behalen. Het uitbreidingsplan zal niet zonder risico's gepaard gaan. Zo is er buiten Nederland nog geen enkele productiecapaciteit, zijn er buiten Europa nog geen tenders gewonnen, en heeft de onderneming nog geen ervaring met het op grote schaal fabriceren van de 3.0.

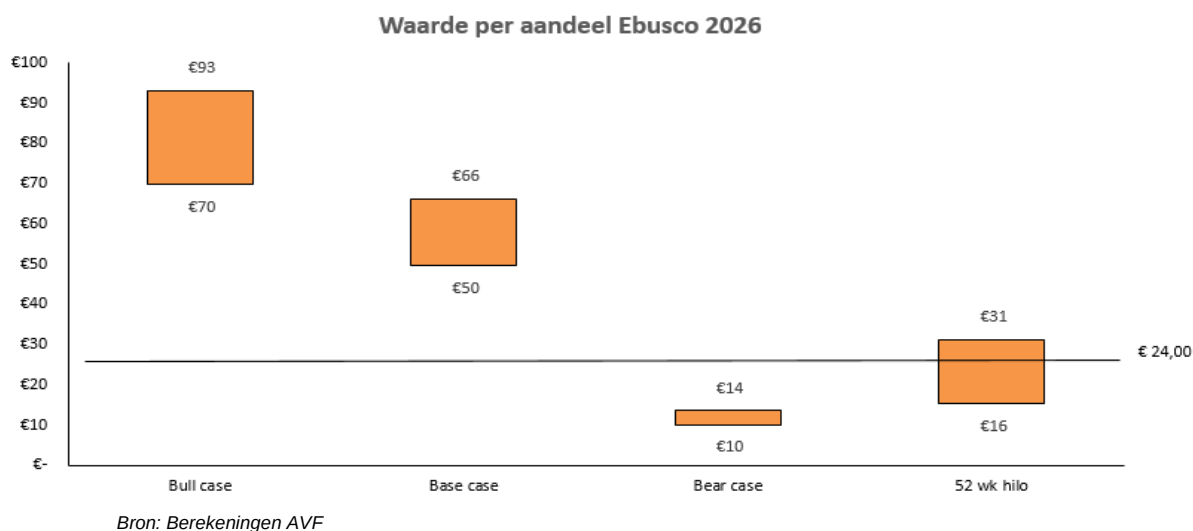
Het was voor ons dan ook belangrijk om via diepgaand onderzoek goed inzicht te krijgen over de haalbaarheid van deze doelstellingen en de kansen en risico's die daarmee gepaard gaan. Daarom hebben wij een uitvoerig bezoek gebracht aan de fabriek in Deurne om meer te weten te komen over het productieproces en de technische specificaties van de 3.0. Tevens hebben wij meerdere gesprekken gevoerd met het management van Ebusco en met industrie experts. Daarnaast hebben wij de traditionele bussenfabrikanten en nieuwkomers goed onder de loep genomen. Wij zijn tijdens deze gesprekken overtuigd geraakt van de ondernemende kwaliteiten van het managementteam en de *start-up en scale-up* mentaliteit die binnen het bedrijf heerst.

Waardering en conclusie

Wij beschouwen de doelstellingen van Ebusco als een startpunt voor onze analyse, en niet als een vaststaand gegeven. Wij houden in onze waarderingsbepaling namelijk rekening met verschillende scenario's, waaronder een scenario waarin Ebusco haar middellange termijn doelstellingen niet haalt of deze haalt op een later tijdstip dan nu door de markt wordt aangenomen.

Wanneer wij van al deze scenario's de volgens ons meest waarschijnlijke nemen, oftewel onze *base case*, dan komen wij in 2026 uit op circa 3.000 verkochte bussen, waarvan het merendeel nog in Europa zal worden verkocht. Dit resulteert in een marktaandeel van circa 15% in de doelmarkt van Ebusco. In dit scenario gaan we echter uit van een dalende gemiddelde verkoopprijs per bus en daarom ook van een lagere EBITDA-marge. Voor 2026 verwachten wij dan ook een EBITDA van circa € 400 miljoen (30%-marge) op een omzet van circa € 1,35 miljard. Deze conservatieve aannames resulteren in een winst per aandeel van circa € 4,30. Als de middellange termijn doelstellingen van Ebusco – € 1,5 miljard omzet en tenminste 35% EBITDA-marge – uitkomen, dan komt de winst per aandeel, bij gelijkblijvende uitstaande aandelen, alsdan uit op meer dan € 5,-. Oftewel een nettowinst van circa € 300 miljoen.

Wij waarderen de waarde van Ebusco in 2026 op basis van de gemiddelde waardering van een zelf samengestelde *peer group*, die bestaat uit zowel traditionele bussenfabrikanten als uit *electric-only* fabrikanten. Wij maken gebruik van een waarderingmethode op basis van de zogenaamde EV/EBITDA en hanteren daarbij een conservatieve waarderingsbandbreedte van 7,5 tot 10 keer de verwachte EBITDA in 2026. Wanneer wij uitgaan van onze *base case* scenario met conservatieve *multiples* gecombineerd met onze EBITDA-aannames dan resulteert dit in een waarde per aandeel in 2026 van € 50,- tot € 66,-. Slaagt Ebusco er echter in om succesvol productielocaties buiten Nederland op te zetten, sneller de Amerikaanse markt te betreden en hogere EBITDA-marges van 35% of meer te behalen (doelstelling Ebusco), iets waar wij in onze *bull case* vanuit gaan, dan zou een hogere *multiple*



gerechtvaardigd zijn en komt de waarde per aandeel alsdan uit tussen de € 70,- en € 93,- per aandeel. Het neerwaarts risico in een *bear case* scenario, slechts 1.000 bussen in 2026 als uitgangspunt, blijft enigszins beperkt tot een waarde per aandeel tussen de € 10,- en € 14,-. De onderneming is daarnaast schuldenvrij en had per ultimo 2021 ruim € 200 miljoen in kas.

“Ebusco is de Tesla onder de elektrische bussen”

Met de innovatieve en hoogtechnologische elektrische bussenfabrikant Ebusco voegen we een nieuwe Nederlandse *mini-multinational* toe aan onze portefeuille. Een unieke onderneming die nog aan het beginstadium van de steil oplopende groeifase van de S-curve staat. Wij verwachten dat Ebusco met haar technologische voorsprong van circa vier tot zes jaar op de concurrentie, in staat moet zijn de komende jaren fors te groeien en relatief hoge winstmarges te behalen. Deze exponentiële groei zal zeker niet gepaard gaan zonder uitdagingen en risico's. Zonder risico geen rendement. Wij zijn echter vol vertrouwen over de toekomst van deze innovatieve onderneming dat onze *base case* scenario in 2026 gerealiseerd zal worden. In dat geval wordt ons risico ruimschoots beloond met een verwacht rendement over deze periode van circa 150%, oftewel 25% per jaar. En dat zou niet alleen mooi zijn voor ons als aandeelhouder, maar ook voor het milieu en de daarmee gepaard gaande schonere steden.

Vooruitzichten

Ondanks stijgende inflatie en energieprijzen, met name de olieprijs (WTI +18% in mei), lieten de aandelenmarkten aan het einde van de verslagmaand een technisch koersherstel zien, na zeven weken op rij te zijn gedaald. Het negatieve beurs sentiment lijkt dan ook iets te verbeteren nu de rentes op de obligatiemarkten lijken te stabiliseren. Ook inkoop eigen aandelen en fusies en overnames geven de aandelenbeurzen enige steun.

Nu al onze participaties de eerste kwartaalcijfers hebben gepubliceerd verwachten wij qua bedrijfsnieuws een zomerluwe periode. De bezochten Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders van onze participaties bevestigen ons vertrouwen dat, ondanks de lastige macro economische omstandigheden, de bedrijven het tweede kwartaal goed zullen doorkomen.

Daarnaast verwachten wij nog steeds dat alle participaties in portefeuille dit jaar een mooie winstgroei zullen gaan laten zien. Acht van de 12 participaties, met een gezamenlijke portefeuilleweging van ruim 75%, zullen naar verwachting recordresultaten realiseren over het boekjaar 2022. Recordhoge orderboeken en een sterke marktpositie ondersteunen ons vertrouwen. Gebruikmakend van conservatieve aannames gaan wij vooralsnog ervan uit dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2022 tenminste 10% zal bedragen.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Op basis van onze winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2022 van 14,7 en een gewogen dividendrendement van 3,8%. De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 6,8%.

In het licht van de sterke winstgroei vooruitzichten en de negatieve reële rentes is dat nog steeds een zeer aantrekkelijke risicopremie.

Ook voor de middellange termijn blijven wij uitermate positief gestemd over het winst- en groeipotentieel van onze participaties, zowel organisch als via winstgevendende acquisities. Onze participaties liggen goed op koers om hun middellange termijn doelstellingen te realiseren of zelfs te overtreffen.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma (1977)

Fund Manager & Managing Partner sinds 2007



Bastiaan Rogmans (1984)

Analist sinds 2018



Jordi Fierlings (1994)

Analist sinds 2021

Amsterdam, 2 juni 2022

Add Value Fund Management B.V. | Johannes Vermeerstraat 14 | 1071 DR Amsterdam

T: 020-5703057 | E: info@addvaluefund.nl | W: addvaluefund.nl