

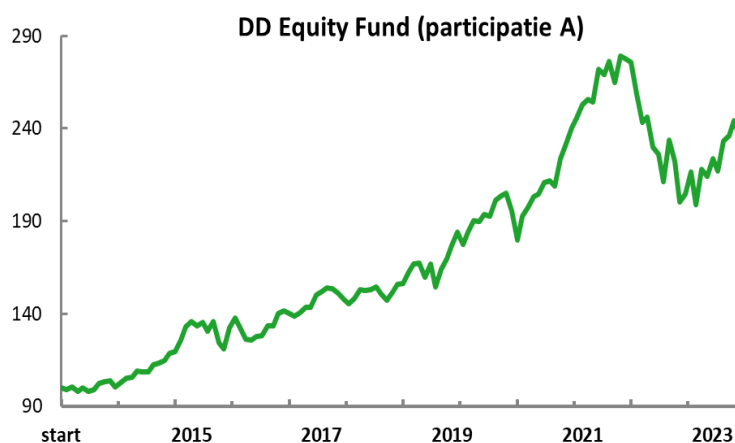
Maandbericht augustus 2023

Profiel

DD Equity Fund (DDEF) belegt in een wereldwijd gespreide portefeuille van ondernemingen van hoge kwaliteit die vooroplopen op het gebied van duurzaamheid. Bij DDEF is de analyse op duurzaamheids- en financiële aspecten volledig geïntegreerd. Bij de invulling van de portefeuille wordt een groot deel belegd in ondernemingen die actief zijn in sectoren met maatschappelijk relevante groei en -innovatie. Het fonds streeft naar een netto rendement van 8%* per jaar op lange termijn en heeft geen benchmark. DDEF wordt beheerd door een onafhankelijke partnership met de overtuiging dat duurzaamheid een positieve bijdrage levert aan het risicorendementsprofiel van een aandelenportefeuille. Het fonds is genoteerd op Euronext Amsterdam en is dagelijks verhandelbaar.

Rendement participaties A*

Het DD Equity Fund heeft over de maand augustus 2023 een rendement behaald van -3,66%, waardoor de intrinsieke waarde per participatie A daalde naar € 235,56. Het rendement voor het jaar 2023 komt hiermee uit op 18,39%.



* De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Fondsinformatie

Kerngegevens

Fondsomvang	€ 199,2 mln.
Uitstaande participaties A	566.687
Uitstaande participaties B	170.837
Uitstaande participaties C	104.500
Intrinsieke waarde A*	€ 235,56
Intrinsieke waarde B*	€ 238,03
Intrinsieke waarde C*	€ 231,86
Aantal posities	82
Bèta	1,2

Kosten

Management fee A	0,80%
Management fee B	0,50%
Management fee C	0,25%
Overige kosten**	0,20%
Op- en afslag	0,25%

Overig

Startdatum	Part. A: april 2013 Part. B: januari 2020 Part. C: januari 2021
Beheerder	DoubleDividend Management B.V.
Status	Open-end, dagelijks
Beurs	Euronext Amsterdam
ISIN (A)	NL0010511002
ISIN (B)	NL0014095127
ISIN (C)	NL0015614603
Benchmark	Geen
Valuta	Euro

Risicometer



* per participatie
** naar verwachting

Deze informatie biedt onvoldoende basis voor een beleggingsbeslissing. Lees daarom het Essentiële-informatiedocument en het prospectus. Deze zijn verkrijgbaar op de website van DoubleDividend Management B.V. (www.doubledividend.nl). DoubleDividend Management B.V. is beheerder van DD Equity Fund en heeft een vergunning als beheerder en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. De intrinsieke waarde is niet door een externe accountant gecontroleerd.

Tabel: maandelijks totaalrendementen in %, participatie A (de cijfers zijn na kosten) *

	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Totaal
2013				-0,84	1,37	-2,53	1,95	-2,01	1,31	3,02	1,26	0,35	3,79
2014	-3,29	2,58	2,17	0,43	3,26	-0,58	0,09	3,37	1,00	1,09	3,60	0,70	15,17
2015	5,01	5,81	2,05	-1,59	1,47	-3,44	3,71	-8,30	-2,70	9,50	4,12	-4,06	10,66
2016	-4,52	-0,31	1,46	0,44	4,09	-0,07	4,79	1,18	-0,95	-1,25	1,58	2,03	8,44
2017	-0,06	4,86	1,16	1,13	-0,17	-1,75	-2,16	-1,42	1,83	3,12	-0,13	0,10	6,49
2018	1,10	-2,62	-2,16	2,92	2,79	0,41	3,97	2,78	0,10	-4,42	4,50	-7,59	1,01
2019	6,37	3,36	4,19	4,25	-3,62	3,53	3,45	-0,28	2,10	-0,56	4,63	1,16	32,08
2020	0,73	-4,77	-8,16	7,40	2,32	3,02	0,56	3,19	0,39	-1,40	7,20	3,56	13,73
2021	3,83	2,21	2,87	1,10	-0,64	6,97	-1,07	2,71	-4,20	5,57	-0,56	-0,76	18,94
2022	-6,20	-5,97	1,35	-6,62	-1,81	-6,55	10,69	-4,92	-9,89	2,23	5,86	-8,19	-27,82
2023	9,60	-1,68	4,32	-2,99	7,46	1,33	3,50	-3,66					18,39

* De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Tabel: resultaten over langere periode in % (cijfers zijn na kosten)*

	1 jaar	3 jaar	5 jaar	10 jaar	Sinds start**
Totaal resultaat	6,3	10,7	43,5	140,7	135,6
Geannualiseerd Resultaat	6,3	3,5	7,5	9,2	8,6

Bron: Bloomberg/DoubleDividend

** April 2013

Markontwikkelingen

Aandelen deden in augustus na een aantal sterke maanden een stapje terug. Vooral de stijging van de lange rente had een negatief effect op de aandelenkoersen. De inflatie is weliswaar aan het dalen maar bevindt zich nog steeds boven het gewenste niveau van circa 2%. Met name de kerninflatie blijft zowel in Europa als in de VS te hoog. Deze wordt vooral gedreven door de stijgende loonkosten. Hierdoor beginnen beleggers zich te realiseren dat een rentedaling er op korte termijn waarschijnlijk niet inzit. Het nieuwe narratief is "higher for longer": de cyclus van renteverhogingen heeft zijn piek (bijna) bereikt, maar de rente zal nog voor langere tijd hoog moeten blijven om de inflatie verder te drukken tot het voor centrale banken gewenste niveau. Tijdens het jaarlijkse congres van centrale bankiers in Jackson Hole dat van 24 tot 26 augustus werd gehouden, hield FED-voorzitter Powell echter een gebalanceerde toespraak waardoor de markten tegen het eind van de maand weer enigszins tot rust kwamen. Een renteverlaging zit er weliswaar niet in, maar Powell maakte duidelijk dat de FED tracht voorzichtig zal opereren zodat de economische schade beperkt blijft.

Het feit dat de hogere rente is ingeprijsd neemt een belangrijk risico weg voor de aandelenmarkten. De markt gaat nu uit van afzwakkende economische groei en een hogere rente. Dat creëert ruimte voor meevallers. Belangrijkste macro economische risico's blijven een forser dan verwachte recessie en een terugval in de bestrijding van de inflatie.

Naast de rente en inflatieperikelen stond de maand augustus vooral in het teken van de halfjaarcijfers. Er waren twee bedrijven die eruit sprongen: NVIDIA in positieve zin en Adyen in negatieve zin.

NVIDIA, de koning van AI

De verwachtingen voor de resultaten van NVIDIA waren zeer hoog gespannen, maar het bedrijf wist zelfs de grootste optimisten te verrassen. Het bedrijf publiceerde een omzet die 28% boven de verwachtingen van analisten lag. NVIDIA profiteert optimaal van de ontwikkelingen op het gebied van artificiële intelligentie (AI). De uitvinder van grafische chips (GPUs) wist de omzet over het afgelopen kwartaal te verdubbelen ten opzichte van een jaar eerder en ook in het derde kwartaal verwacht het bedrijf een explosie van de omzet en de winst. De grafische chips van NVIDIA werden aanvankelijk vooral gebruikt voor gaming en professionele visualisering, maar GPUs worden steeds breder toegepast omdat ze in tegenstelling tot traditionele chips (de CPUs) beter in staat zijn meer rekentaken tegelijk uit te voeren. Daarbij is de GPU is veel energiezuiniger. Dit maakt de GPU chips zeer bruikbaar voor het trainen van AI-modellen, waarbij juist veel rekenkracht nodig is.

Dat de GPUs (of graphic processing units) van NVIDIA op dit moment de belangrijkste bouwstenen zijn van de nieuwe datacentra-infrastructuur, is duidelijk terug te zien in de cijfers van het bedrijf. De omzet van chips voor datacentra is in een jaar tijd gestegen van 3,8 miljard naar 10,3 miljard dollar (per kwartaal!). Op een omzet van 13,5 miljard over het tweede kwartaal van 2023 is de datacentra divisie nu verreweg de belangrijkste divisie van NVIDIA. Voor de komende kwartalen verwacht NVIDIA een aanhoudende groei van de vraag naar chips voor datacentra. Analisten verwachten over 2023 een omzet van 50 miljard dollar ten opzichte van 10 miljard dollar in 2020. De explosieve omzetgroei van NVIDIA is het belangrijkste tastbare bewijs dat de computertechnologie aan een nieuw tijdperk is begonnen, die wordt gedomineerd door kunstmatige intelligentie en “*accelerated computing*”. In dit nieuwe tijdperk is NVIDIA de nieuwe standaard geworden voor de digitale infrastructuur. Met name de H100 AI chip van NVIDIA met een prijskaartje van enkele tienduizenden dollars is niet aan te slepen. Daar waar vroeger “Intel Inside” het kwaliteitskeurmerk was, is dat nu “NVIDIA Inside”.

De GPUs van NVIDIA worden echter niet alleen gebruikt in datacentra vanwege de rekenkracht. Ook de energie-efficiëntie speelt een belangrijke rol. Het energieverbruik van datacentra is een groeiend thema. Naar schatting wordt circa 1% van de wereldwijde energieconsumptie gebruikt voor datacentra, maar voor ontwikkelde regio's ligt dit percentage hoger (1,8% voor de VS en 2,7% voor Europa). Zonder maatregelen zal dit percentage naar verwachting nog fors groeien. Datacentra die gebruik maken van GPUs kunnen vele malen energie-efficiënter opereren dan datacentra die alleen draaien op CPUs. En meer geavanceerde GPUs zijn weer energiezuiniger dan de voorgangers. De H100 GPU van NVIDIA is bijvoorbeeld twee keer zo energie-efficiënt dan zijn voorganger, de A100 GPU. De hoge kosten van chips worden dus niet alleen terugverdiend met rekenkracht maar ook met energie-efficiëntie.

Dat een enkel bedrijf zo sterk profiteert van de ontwikkeling op het gebied van AI is uniek te noemen. NVIDIA heeft een flinke voorsprong op de concurrentie. De koers van NVIDIA is dit jaar al met zo'n 240% gestegen. Het enige bedrijf dat NVIDIA (op forse afstand) kan volgen is AMD (ook in portefeuille). De voorsprong van NVIDIA is echter niet op toeval gebaseerd. Oprichter en CEO Jensen Huang heeft al zeer vroeg vol op AI ingezet en heeft zich daarmee een visionair getoond. De investeringen in AI beperkten zich niet alleen tot een bredere toepassing van de grafische processors, maar NVIDIA heeft ook fors geïnvesteerd in software en het gehele datacentra ecosysteem. Het is daarom waarschijnlijk dat NVIDIA voorlopig nog wel de belangrijkste profiteur zal zijn van de AI-koorts en daarmee gepaard gaande grote investeringen in geavanceerde datacentra. Op langere termijn kan er meer concurrentie komen van bedrijven als AMD en Intel, maar ook van grote technologiebedrijven zoals Amazon en Alphabet die bezig zijn met de ontwikkeling van eigen chips voor datacentra.

Adyen fors onder druk

De koers van het Nederlandse betalingsbedrijf Adyen maakte afgelopen maand een historische duikeling na publicatie van tegenvallende halfjaarcijfers. Adyen is een fintech bedrijf dat betalingsoplossingen biedt voor ondernemingen. Het betalingsverkeer is wereldwijd nog erg versnipperd en Adyen biedt daar een oplossing voor. Adyen is voor internationaal opererende ondernemingen een one-stop-shop voor het wereldwijd afhandelen van betalingstransacties. Zo hoeven internationaal opererende bedrijven niet in elk land waarin ze actief zijn een betalingsinfrastructuur op te tuigen. Adyen verwerkt betalingen voor grote ondernemingen zoals Uber en Microsoft, maar richt zich in toenemende mate ook op het MKB.

Een eerste blik op de halfjaar resultaten van Adyen verklaart weinig problemen. Het bedrijf verwerkte voor EUR 426 miljard aan betalingen, een stijging van 23% ten opzichte van een jaar eerder. De omzet steeg met 21% tot 739 miljoen euro. Op deze omzet wist het bedrijf een winstmarge (EBITDA) van 43% te boeken. De meeste bedrijven kunnen alleen maar dromen van dergelijke cijfers. Desondanks waren beleggers en analisten zeer teleurgesteld over resultaten. Zowel de omzetgroei als de winstmarge waren ruim beneden verwachtingen. Deze kwamen namelijk lager uit dan de doelstellingen die het bedrijf zichzelf heeft gesteld. Adyen streeft naar een omzetgroei van 25-30% per jaar en een (EBITDA) winstmarge van 65%.

Het bedrijf doet zelf nogal luchtig over het niet behalen van de eigen doelstellingen. De directie van Adyen vaart zijn eigen koers. Tegen de trend in is Adyen volop bezig met investeringen in de organisatie. Over de eerste

helft van 2023 heeft Adyen 551 nieuwe werknemers aangenomen, waarmee het totaal uitkomt op 3.883. Over de tweede helft van het jaar verwacht het bedrijf ongeveer eenzelfde aantal mensen aan te nemen. De forse investering in het team zorgt voor een (tijdelijke) druk op de winstmarges. Adyen zegt dat deze investeringen nodig zijn om de organisatie klaar te stomen voor de volgende groeifase en het bedrijf maakt daarbij gebruik van het feit dat veel andere bedrijven in de technologiesector juist personeel ontslaan om de marges te verbeteren. Adyen ziet dit als een kans. Over het niet behalen van de omzetdoelstelling zegt het bedrijf dat groei nou eenmaal niet lineair is en dat het bedrijf in de VS last heeft van prijsvechters en van zwakkere economische omstandigheden.

Het is duidelijk dat beleggers geen genoegen namen met de uitleg van het management van Adyen. De koers daalde met meer dan 50% afgelopen maand. De koersdaling is deels een gevolg van het klassieke conflict tussen de korte en lange termijn, dat zo vaak zichtbaar is op de financiële markten (het aandeel NVIDIA bijvoorbeeld halveerde in 2022). Adyen ziet de zwakkere marktomstandigheden als een kans om uit te breiden en is bereid daar op korte termijn winstgevendheid voor op te offeren, terwijl veel beleggers graag zien dat het bedrijf op de rem trapt als het economisch wat tegenzit. Als lange termijn beleggers staan wij meer aan de zijde van de onderneming, maar tegelijkertijd had het management meer haar best moeten doen om de belangen van lange termijn aandeelhouders te beschermen. Het is duidelijk dat Adyen topman Pieter van der Does weinig opheeft met de dynamiek van de financiële markten en het ongeduld van beleggers en analisten. Adyen focust meer op de lange termijn dan de cijfers van het volgende kwartaal. Het bedrijf publiceert slechts twee keer per jaar resultaten en geeft alleen een lange termijn doelstelling. Het gebrek aan "guidance" heeft de koersontwikkeling dit jaar geen goed gedaan.

Er is bij sommige analisten echter ook twijfel of het bedrijf de lange termijn doelstellingen wel kan waarmaken. Met name de toegenomen concurrentie in de VS is een punt van zorg. Adyen ondervindt daar meer concurrentie van aanbieders zoals Worldpay, Stripe en Braintree (onderdeel van PayPal) die bereid zijn tegen lagere prijzen diensten te leveren. Adyen is echter overtuigd van de kwaliteit van haar platform; Adyen zegt niet de goedkoopste te zijn, maar wel de beste. Hierdoor zijn klanten volgens het management uiteindelijk beter af bij Adyen. Zo zorgt een beter platform ervoor dat meer (internationale) betalingen kunnen worden goedgekeurd hetgeen extra omzet oplevert voor de klanten. Juist door het aannemen van extra personeel (waarvan 75% technici) wil Adyen haar platform verbeteren en de kwaliteitsvoorsprong verder uitbouwen. Het feit dat Adyen vooral concurrentie ondervindt in de VS en veel minder in Europa en Azië ondersteunt de lezing van Adyen. Het betalingsverkeer in Europa en Azië is veel complexer met meer valuta en jurisdicties, iets waar het Adyen platform het beste tot zijn recht komt.

Geconcludeerd kan worden dat Adyen afgelopen maand flink wat vertrouwen heeft verloren. Ook zijn er twijfels of het bedrijf zijn ambitieuze doelstellingen wel helemaal waar kan maken. Maar het huis staat niet in brand! Adyen groeit nog steeds met forse cijfers en heeft een sterke marktpositie in een markt die nog vele jaren kan steunen op trendmatige groei. De digitalisering van het betalingsverkeer heeft nog een lange weg te gaan. De focus op de lange termijn van het management team past bij onze beleggingsfilosofie. Daarbij realiseert Adyen zeer aantrekkelijk winstmarges en is het bedrijf vrijwel schuldenvrij. De koerscorrectie van ruim 50% is wat ons betreft overdreven, ook als de lange termijn groei lager uitvalt dan de doelstellingen van het management. Aangezien het bedrijf ook in de tweede helft van 2023 blijft investeren en pas over een half jaar met een update komt is een fors koersherstel op korte termijn echter niet waarschijnlijk. We zullen desondanks van de koersdaling gebruik maken door stapsgewijs de positie in Adyen wat uit te breiden.

Grootste positieve en negatieve bijdrage

De grootse positieve en negatieve bijdrage kwam van respectievelijk NVIDIA en Adyen. Ook Adyen concurrent PayPal stond onder druk vanwege cijfers die de beleggers niet kon bekoren. Met een verwachte omzetgroei van 8% en een groei van de winst per aandeel van 20% blijft PayPal echter zeer behoorlijk presteren. De grote cloud infrastructuur bedrijven Amazon, Microsoft en Alphabet profiteren van de vraag naar datacentra en digitale infrastructuur. Met name Alphabet is bezig met een sterke comeback. Daar waar AI eerder als een belangrijk risico werd gezien voor de positie van Google als leidende zoekmachine is de cloud divisie van Alphabet nu één van de belangrijkste winnaars van de AI-ontwikkelingen. Volgens berichtgeving van Bloomberg maakt 70% van de grotere AI startups gebruik van de cloud infrastructuur van Alphabet. Softwarebedrijven

zoals Adobe, Intuit en Salesforce kunnen weer extra omzet genereren door AI-functionaliteiten toe te voegen aan het hun producten en dienstverleningen.

Tabel: top 5 rendement en bijdrage aan maandresultaat (in €)

Top 5 bijdrage positief			Top 5 bijdrage negatief		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
NVIDIA (VS)	7,3%	0,2%	Adyen (NL)	-54,3%	-0,9%
Amazon (VS)	4,9%	0,1%	PayPal (VS)	-16,3%	-0,4%
Intuit (VS)	7,6%	0,1%	SolarEdge (VS)	-31,6%	-0,3%
Adobe (VS)	4,1%	0,1%	IAS (VS)	-30,5%	-0,2%
Danaher (VS)	5,6%	0,1%	Ping AN (China)	-15,7%	-0,1%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Portefeuillewijzigingen

De afgelopen maand hebben zich geen grote wijzigingen in de portefeuille voorgedaan. De kleine posities in Lufax en Meituan Dianping zijn geheel verkocht. Enkele posities die dit jaar op forse winst staan zijn wat afgeroomd waaronder NVIDIA, Tokyo Electron, Applied Materials en Adidas. Enkele achterblijvers waaronder Adyen, Estée Lauder, SolarEdge, Genmab en Nike zijn wat uitgebreid. Het aantal posities in portefeuille bedraagt 82.

Tabel: top 20 holdings (naar weging) in portefeuille per einde maand

Onderneming en weging			
Alphabet (VS)	3,5%	TSMC (Taiwan)	2,0%
Salesforce (VS)	3,3%	PayPal (VS)	2,0%
Amazon (VS)	2,9%	AMD (VS)	2,0%
Microsoft (VS)	2,8%	Enel (Italië)	1,9%
Thermo Fisher (VS)	2,8%	Workday (VS)	1,8%
Applied Materials (VS)	2,8%	Tokyo Electron (Japan)	1,8%
NVIDIA (VS)	2,3%	HDFC Bank (India)	1,8%
Danaher (VS)	2,2%	Intuit (VS)	1,7%
ServiceNow (VS)	2,2%	Apple (VS)	1,7%
ASML (NL)	2,1%	CrowdStrike (VS)	1,7%

Bron: DoubleDividend

Het DoubleDividend Team

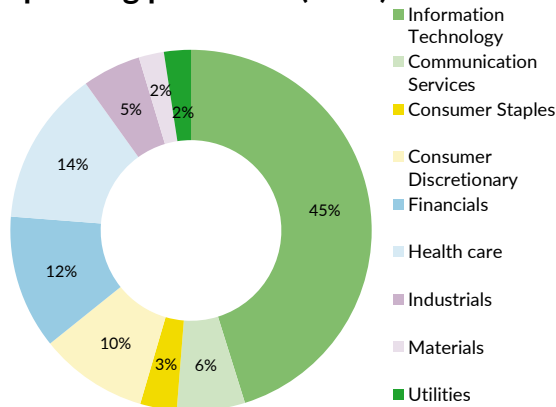
Bijlage: portefeuille karakteristieken

Tabel: Kenmerken portefeuille DDEF per einde maand

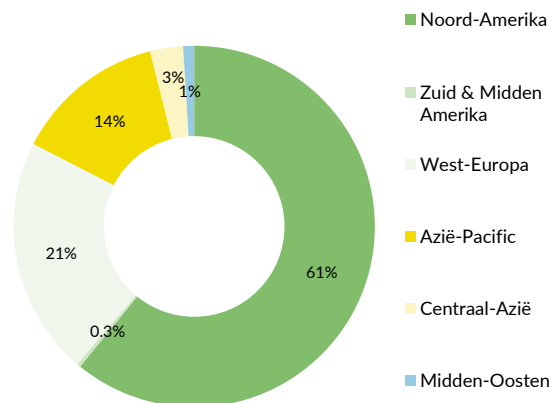
Waardering		Risico	
Koers/Winst huidig	33,9	Bèta (raw)	1,2
Koers/Winst verwacht	21,6	Debt/EBITDA	2,8
EV/EBITDA verwacht	16,1	VAR (Monte Carlo, 95%, 1 yr.)	29.0%
Dividendrendement verwacht	1,6%	Standard deviation	18,2%
Price/ cashflow verwacht	15,9	Tracking error (vs BBG World)	6,8%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Spreiding per sector (GICS)



Spreiding per regio



Spreiding per thema

