



Kwartaalbericht

De Nederlandse aandelenmarkten hebben een redelijk goed eerste kwartaal achter de rug. De AEX-Index steeg met 2,6% naar 898,80, de Amsterdam Midkap Index voegde 2,0% toe naar 849,9 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 7,7% hoger naar 1354,7.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in het eerste kwartaal met 6,0% van € 96,86 naar € 91,03.

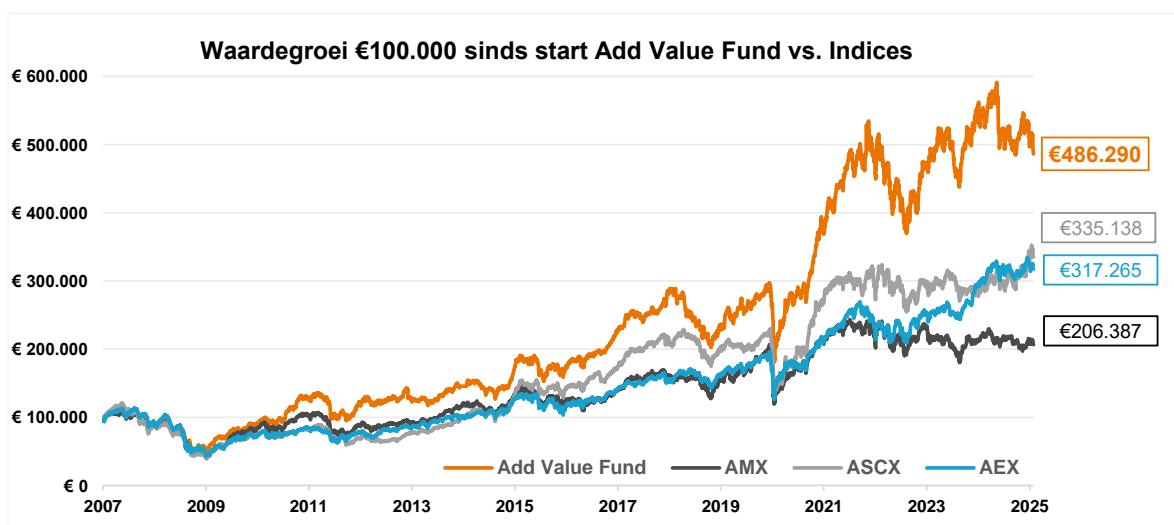
Het fondsvermogen per 31 maart 2025 bedroeg € 146,8 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 143,4 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind maart een creditsaldo en overige overlopende posten van 2,3% van het fondsvermogen.

- 1) In het eerste kwartaal realiseerden 5 van de 11 participaties (= 46%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 2 van de 11 participaties (= 18%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen kwartaal presteerde **Flow traders** het best in de portefeuille. Flow Traders profiteert van de onrust op de financiële markten;
- 3) De zwakst presterende participatie was **Sif Holding**. De productie van hun nieuwe fabriek is langzamer opgang gekomen dan verwacht.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. Nedap	15,5%	1. Flow Traders	26,8%	1. Sif Holding	-29,6%
2. ASM	15,3%	2. Acomo	23,7%	2. Besi	-28,0%
3. Flow Traders	14,9%	3. Nedap	18,5%	3. ASM	-25,7%



Inleiding

Add Value Fund heeft het eerste kwartaal van 2025 negatief afgesloten. De intrinsieke waarde per aandeel daalde van € 96,86 per ultimo 2024 naar € 91,03 per eind maart, oftewel een waardedaling van 6,0%. Onze benchmark, de VanEck AMX UCITS ETF, steeg daarentegen met 1,9%. Deze *underperformance* werd voornamelijk veroorzaakt door de stevige koerscorrecties die onze twee grootste participaties qua portefeuilleweging, chipmachinemakers ASM en Besi, voor hun kiezen kregen.

Ondanks de sterk dalende beurskoersen en Amerikaanse importheffingen zijn de *fundamentals* en middellange termijn vooruitzichten van deze unieke en onmisbare halfgeleiderbedrijven niet veranderd. Integendeel, door de technologietransitie van FinFet naar Gate-all-Around (GAA) chipstructuren is de positie van ASM, de wereldmarktleider in ALD-chipmachines in de snelgroeende depositiemarkt, onverminderd sterk en zelfs toegenomen. Ook Besi staat er bijzonder goed voor met de adoptie van de nieuwe verbindingstechnologie, *hybrid bonding*. Besi is de absolute marktleider en de enige in de wereld die deze nieuwste generatie chipmachines op hoge volume kan produceren. Wij blijven dan ook bijzonder positief over de winstgroeivooruitzichten van deze participaties.

Naast stevige koersdalingen waren er ook positieve uitschieters met forse koersstijgingen, zoals onze participaties Flow Traders, Acom, Nedap en TKH Group. Onderstaand gaan wij dieper in op de ontwikkelingen en vooruitzichten van onze participaties. Daarnaast hebben we een diepgravende *investment case* geschreven over onze eerste buitenlandse participatie, de Franse softwareonderneming Planisware.

Ontwikkelingen participaties in portefeuille

Nadat de beurskoersen van ASM en Besi in de eerste drie weken van het jaar nog met ruim 10% stegen, daalden de beurskoersen sinds de inauguratie van de Amerikaanse president Donald Trump op 20 januari jl. met respectievelijk 26% en 28%. De *drawdown*, verschil tussen hoogste en laagste beurskoers, van beide aandelen bedroeg in het eerste kwartaal zelfs meer dan 35% (!) en de negatieve performancebijdrage ruim negen procentpunt.

Dit lag niet zozeer ten grondslag aan de gepubliceerde jaarcijfers of de vooruitzichten. ASM liet voor het achtste jaar op rij in 2024 een ruime dubbelcijferige omzetgroei van 12% noteren en door de sterk gestegen winstmarge steeg de nettowinst zelfs met een kloeke 22% naar € 709 miljoen. Ook voor dit jaar verwacht ASM de omzet te kunnen laten groeien van € 2,9 miljard naar tenminste € 3,2 miljard en ten hoogste € 3,6 miljard. Op basis van de *midpoint* van de bandbreedte (€ 3,4 miljard) betekent dit een omzetgroei van ruim 17%.

Alhoewel de jaarcijfers van Besi en vooruitzichten licht gematigd waren, een kleine omzet- en winstgroei in 2024 en zelfs een verwachte lichte omzetsdaling van circa 5% in het eerste kwartaal van 2025, is de onderneming uit Duiven toch voorzichtig optimistisch voor de tweede jaarhelft. De omzetgroei zal vanaf het tweede kwartaal weer gaan aantrekken nadat de *back-end* chipmachine industrie meer dan 10 kwartalen op rij in een neergang heeft gezeten. De meest betrouwbare marktonderzoeker TechInsights verwacht in 2025 een marktherstel van 21% en zelfs 31% voor 2026. Kijkend naar het verleden heeft Besi in een *upturn* altijd de marktgroei ruimschoots weten te overtreffen. Met haar *best-in-class* productportfolio en een record marktaandeel in *advanced packaging* chipmachines, is Besi uitstekend gepositioneerd voor de volgende groeifase. Wij verwachten dan ook dat de recordresultaten uit 2021 – € 749 miljoen omzet, € 282 miljoen nettowinst en een winst per aandeel van € 3,70 – binnen nu en twee jaar ruimschoots zullen worden overtroffen.

Naast ASM en Besi behoorden onze participaties Basic-Fit en Sif Holding tot onze grootste dalers in portefeuille. Europa's grootste *value for money* fitnessketen Basic-Fit boekte met een omzet van € 1,2 miljard (+16%) en een EBITDA van € 313 miljoen (+20%) nog recordresultaten in 2024 maar het verlagen van het aantal clubopeningen in 2025 van 172 naar 100 en de extra € 35 miljoen investering in haar grootste markt Frankrijk, liet de beurskoers kelderen op de dag van de cijfers met maar liefst ruim 20% (!). Ook de aangekondigde inkoop eigen aandelen

programma ter waarde van € 40 miljoen kon niet op applaus rekenen van beleggers en analisten. Sterker nog, de Amerikaanse activistische aandeelhouder North Peak Capital, die juist aandrong, vanwege de lage beurswaardering, op het inkopen van eigen aandelen, verkocht op de dag van de cijfers en daarna *rucksichtlos* haar aandelenbelang van ruim 10% in de onderneming. In een vloek en een zucht verloor Basic-Fit ruim 30% van haar beurswaarde. Kennelijk was North Peak Capital niet gecharmeerd van de relatief kleine omvang van het eigen aandeleninkoopprogramma van minder dan 3% van het uitstaande aandelenkapitaal en de lagere groeiprognose voor 2025.

Basic-Fit legt in 2025 meer de focus op cashflow en winst dan op groei. Dit komt vanwege het feit dat in de zomer van 2026 een converteerbare obligatie van € 304 miljoen naar alle waarschijnlijkheid in zijn geheel moet worden afgelost en/of worden geherfinancierd. De obligatiehouders hebben een putoptie die hun de mogelijkheid biedt om op 17 juni 2026 te converteren naar cash tegen 100% van de nominale waarde. Aangezien de beurskoers van Basic-Fit nu rond de € 18,- noteert en de conversieprijs van de converteerbare obligatie destijds in 2021 op € 50,625 (35% premie) is vastgesteld, is de kans nu erg klein dat houders hun converteerbare obligatie gaan omzetten in aandelen zolang de beurskoers onder de conversieprijs staat. De onderneming is zich hiervan bewust en heeft daarom gekozen om 100 sportscholen te openen in zowel 2025 als in 2026. Dat zijn er 73 minder dan in 2024 en daarmee 'bespaart' Basic-Fit een *cash outflow* van een kleine € 100 miljoen per jaar. De onderneming gaat er dan ook van uit dit jaar een vrije kasstroom te genereren waarvan € 100 miljoen wordt gebruikt om een derde van de converteerbare obligatie mee af te lossen en de overige € 200 miljoen wil de onderneming herfinancieren via bankschuld.

De forse koersafstraffing vinden wij vanwege het lagere groei- en margeprofiel slechts gedeeltelijk terecht omdat het slechts geldt voor een periode van twee jaar. Onderliggend en kijkend naar het record aantal nettoleden van 200.000 dat Basic-Fit in de maanden januari en februari van dit jaar wist aan te trekken, is dat indrukwekkend. Ook de duur dat leden lid blijven met 17 maanden staat op recordhoogte en is ongekend lang voor de fitnessbranche. De onderneming verwacht dit jaar dan ook een omzetgroei van circa € 200 miljoen naar € 1,4 miljard (+17%) en wederom een record EBITDA van circa € 350 miljoen (+12%).

We hebben er vertrouwen in dat Basic-Fit bij de eerste kwartaalcijfers van 2025 op 17 april aanstaande het vertrouwen bij beleggers en analisten weer weet te herwinnen door een hoge netto instroom van nieuwe leden te melden en meer duidelijkheid te geven omtrent de herfinanciering van de converteerbare obligatie. Met een waarde per sportschool van minder dan € 800.000, terwijl een nieuwe sportschool openen € 1,3 miljoen kost en sectorgenoot Planet Fitness uit Amerika bijna het viervoudige noteert, doet Basic-Fit zich enorm tekort. Een beter *investor relations* beleid, waarbij de cijfers en vooruitzichten beter aansluiten op de consensus van analisten en een heldere communicatie omtrent de *cash flow* en de herfinanciering, zou de enorme discount kleiner kunnen maken. Dat oprichter, CEO en grootaandeelhouder René Moos met 12% van het uitstaande aandelenkapitaal ook de 'pijn' voelt, zou het proces kunnen versnellen.

Funderingsspecialist voor windparken op zee, Sif, kwam tijdens de publicatie van de jaarcijfers met een onaangename verrassing, waardoor de beter dan verwachte jaarcijfers van 2024 in het water vielen. Opstartproblemen bij de nieuwe fabriek voor XXXL *monopiles* op de Maasvlakte 2 zorgden ervoor dat de vooruitzichten voor 2025 neerwaarts moesten worden bijgesteld. De EBITDA komt nu uit tussen de € 90 miljoen en € 120 miljoen, terwijl er was gerekend op € 135 miljoen.

Sif zit met twee tot drie *monopiles* nog niet op de gewenste productie van vier *monopiles* per week. Hierdoor loopt de onderneming dit jaar twee tot drie maanden productievertraging op waardoor de EBITDA-verwachting voor 2025 met ruim 20% moest worden verlaagd. Ondanks deze forse verlaging verdrievoudigt de EBITDA bijna dit jaar ten opzichte van vorig jaar. Sif gaat ervan uit dat de productie van vier *monopiles* per week dit jaar zal worden gerealiseerd waardoor de EBITDA-verwachting voor 2026 van tenminste € 160 miljoen blijft staan.

De onderneming meldde tevens dat Sif in een goede positie is om voorkeursleverancier te worden voor een groot project van 190 kiloton. Door de opgelopen vertraging zit het orderboek in ieder geval tot en met 2026 vol en als het grote project van 190 kiloton definitief wordt, zit 2027 ook helemaal vol. Ondanks deze geruststellende

voorzichten daalde de beurskoers op de dag van de cijfers met ruim 15%. Het is nu aan het management om met een goede executie het vertrouwen bij beleggers terug te winnen. Met zes koopadviezen en koersdoelen richting de € 20, oftewel het dubbele van de huidige beurskoers, blijven analisten nog vertrouwen houden. Met een EV/EBITDA-verhouding 2025 van minder dan drie keer, staat de beurswaardering dan ook op een bodemprijs. Hiermee is Sif met afstand het goedkoopste aandeel in onze portefeuille. Als de onderneming de productiesnelheid op orde krijgt, is naar onze mening de onderneming tenminste € 25,- per aandeel waard. Het aandeel Sif bereikte in 2017 al bijna de € 25,-, maar toen bedroeg de EBITDA 'slechts' € 55 miljoen.

Ondanks sterk dalende beurskoersen van bovenstaande vier participaties waren er ook vier positieve uitschieters in het eerste kwartaal. Fintech onderneming Flow Traders was met een koersstijging van 27% en een performance-bijdrage van bijna drie procentpunt de *star performer* in onze portefeuille. Maar ook handelsbedrijf in biologische voedingsingrediënten Acomo, technologie-/ softwareonderneming Nedap en technologiebedrijf TKH Groep lieten mooie koersstijgingen zien van respectievelijk 24%, 19% en 9%. De totale performancebijdrage van deze drie participaties bedroeg ruim vier procentpunt, waarvan Nedap meer dan de helft verantwoordelijk was.

Als grootse liquiditeitsverschaffer van Exchange Traded Products (ETPs), waaronder Exchange Traded Funds (ETFs) en crypto's, in Europa, bewees Flow Traders andermaal haar meerwaarde in onrustige beurstijden. Nadat 2024 al bijzonder goed was verlopen, met € 160 miljoen nettowinst was het op een na beste resultaat in haar 20-jarige geschiedenis, belooft 2025 wederom een topjaar te worden. De volatiliteit en beursvolumes op de financiële markten waren al hoog in het eerste kwartaal van 2025, maar in de maand april worden waarschijnlijk alle records verbroken. Deze maand is vergelijkbaar qua omzet, spreads en dislocaties met maart 2020, toen de coronapandemie uitbrak. In dat jaar boekte de onderneming een recordwinst van € 465 miljoen, oftewel € 10,26 per aandeel. Als de chaos rond de Amerikaanse importheffingen blijft voortduren, zou Flow Traders dit resultaat wel eens kunnen overtreffen. Hoe dan ook, de eerste vier maanden van 2025 moeten ongelooflijk goed zijn geweest. Door de forse koersstijging (>40%) dit jaar is Flow Traders momenteel met ruim 18% weging de grootste participatie in portefeuille.

Een ander handelshuis, maar dan in voedingsingrediënten, Acomo, had de wind, in met name de tweede jaarhelft van 2024, ook goed in de zeilen. De onderneming behaalde een record EBITDA van € 72 miljoen in de laatste zes maanden van vorig jaar, waarmee het gehele jaar uitkwam op € 109 miljoen. De specerijen- en notendivisie behaalde met € 59 miljoen EBITDA wederom een recordwinst en droeg voor meer dan 50% bij aan het groepsresultaat. De thee- en voedingsingrediëntendivisie behaalden beide met € 6 miljoen EBITDA een iets hoger resultaat dan vorig jaar. De enige dissonant was de eetbare zadendivisie, die met een resultaat van € 18 miljoen een € 10 miljoen lagere EBITDA realiseerde dan 2024. Daarentegen herstelde de biologische ingrediëntendivisie sterk met een ruime verdrievoudiging van de EBITDA naar € 22 miljoen, exclusief het papieren verlies van € 10 miljoen EBITDA op een cacao-hedge. Acomo verwacht door fysieke vraag naar biologische cacao dit papieren verlies dit jaar volledig teniet te doen. De aangepaste nettowinst, exclusief de cacao-hedge, bedroeg in 2024 € 59 miljoen, een stijging van maar liefst 32%. De winst per aandeel kwam daarmee op een kloeke € 2,00, waarvan in totaal € 1,25 aan dividend wordt uitgekeerd. Tegen de huidige beurskoers van € 20,- levert dat ruim 6% rendement op. Net als Flow Traders is Acomo een stabiele factor in onzekere beurstijden.

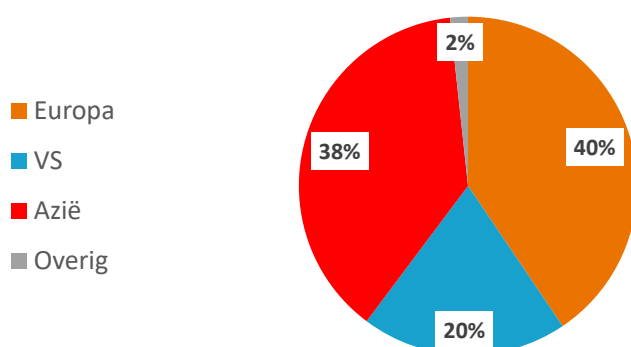
Technologie-/softwareonderneming Nedap behaalde net als Acomo een sterk resultaat in de tweede jaarhelft, waardoor de omzet in 2024 met € 252 miljoen per saldo licht lager uitkwam dan het jaar ervoor. De wederkerende omzet uit software- en abonnementsdiensten bereikte met € 100 miljoen een nieuwe mijlpaal. De wederkerende omzet groeide in 2024 met 19% en bedroeg daarmee 40% van de groepsomzet. Vanwege de 4% lagere omzet en de hoge *operating leverage* van de onderneming daalde de nettowinst met 15% naar € 18,5 miljoen, oftewel een winst per aandeel van € 2,82 (2023: € 3,31). Vanwege de ijzersterke balans houdt Nedap het dividend per aandeel onveranderd op € 3,20. Tegen de huidige beurskoers van € 62,- betekent dat een dividendrendement van ruim 5%. Net als Acomo is Nedap een 'defensief' aandeel in onze portefeuille. Dat neemt niet weg dat Nedap geen groeiaandeel is, integendeel. Wij gaan er nog steeds van uit dat Nedap voor 2030 in staat moet zijn om de omzet te verdubbelen naar € 500 miljoen en de nettowinst gaat verviervoudigen naar € 75 miljoen. Bij een gelijkblijvende waardering van 20 keer de winst zou de beurskoers over die periode ook moeten verviervoudigen. Naarmate Nedap

steeds meer omzet en winst uit de voorspelbare en zeer winstgevende software haalt, zal de waardering ook navenant toenemen. Wij zijn dan ook de komende jaren erg positief over het winstgroei- en rendementspotentieel. Nedap is op dit moment niet voor niets de op één na grootste participatie qua weging in portefeuille.

De eerste buitenlandse participatie: Planisware

Add Value Fund belegt van oudsher uitsluitend in van oorsprong Nederlandse ondernemingen. Hoewel al onze participaties genoteerd staan aan Euronext Amsterdam, dekt de Nederlandse vlag niet helemaal de lading. Kleine ondernemingen worden groot en verleggen letterlijk hun grenzen. Al onze participaties zijn dan ook stuk voor stuk Europees- of wereldmarktleider in hun niche en behalen slechts een klein gedeelte van hun omzet uit Nederland.

Gewogen geografische omzetverdeling portefeuille



Figuur 1: Gewogen geografische omzetverdeling portefeuille Add Value Fund (bron: jaarverslagen participaties en AVF), peildatum 15-04-2025

Omdat niet alle groeisectoren waar wij ons op focussen aanwezig zijn aan het Damrak, hebben wij sinds 2020 de mogelijkheid gecreëerd om maximaal 25% van het fondsvermogen te alloceren naar beursgenoteerde ondernemingen aan een effectenbeurs in een van de lidstaten van de eurozone, en sinds 1 januari 2025 ook in Denemarken, Noorwegen, het Verenigd Koninkrijk, Zweden en/of Zwitserland.

Hoewel onze focus in eerste instantie blijft liggen op Nederland, biedt dit de mogelijkheid om ook te beleggen in andere 'mini-multinationals' die actief zijn in structurele groei- en/of nichesectoren die in Nederland niet (meer) voorhanden zijn. Sinds de oprichting van het fonds in 2007 zijn er 13 overnames geweest in onze portefeuille met een gemiddelde overnamepremie van 51%. De laatste dateert alweer uit 2021, toen raambekledingsfabrikant Hunter Douglas werd overgenomen met een spectaculaire overnamepremie van 224%. Helaas zijn er vanwege overnames een aantal attractieve sectoren in het small- en midcapsegment op Beurplein 5 verdwenen. Vandaar dat wij over de landsgrenzen trekken.

Softwarebedrijven

Een van die sectoren is de softwaresector. Sinds UNIT4 (2013), destijds onze een-na-grootste positie in de portefeuille, en Exact Software (2015) door *private equity* van de beurs zijn gehaald met overnamepremies van ruim 30%, zijn er geen pure softwarebedrijven meer genoteerd op Euronext Amsterdam.

Softwarebedrijven zijn voor ons interessant vanwege een aantal factoren:

- Bedrijfskritisch
- Wederkerende omzet
- Niet-kapitaal intensief
- Schaalbaar
- Hoge groei
- Hoge winstmarges

Een goede software onderneming heeft een product dat *bedrijfskritisch* is voor de klant. Denk bijvoorbeeld aan Windows van Microsoft, het ERP-systeem van SAP of het CRM-systeem van Salesforce. De software is geïntegreerd in de bedrijfsvoering van de klant. Hierdoor is het lastiger voor klanten om over te stappen naar een andere softwareleverancier. Klanten nemen daarbij doorgaans abonnementen af bij hun softwareleverancier, waardoor de omzet *wederkerend* is.

Daarnaast is een software bedrijf niet-kapitaalintensief, er zijn immers alleen programmeurs nodig om software-codes te schrijven. Doordat het product niet fysiek is, is er ook geen complex productieproces nodig. Het is dus schaalbaar en kan snel worden uitgerold naar een groot aantal klanten wat ook de omzetgroei ten goede komt.

Door de combinatie van bovenstaande factoren heeft een goede software onderneming *hoge winstmarges*. Wij zoeken naar softwarebedrijven met minimaal 70% brutowinstmarge en hoge nettowinstmarges (>15%).

Softwarebedrijven hebben veel kwalitatief goede eigenschappen die wij zoeken in een investering. Uiteraard gaan wij niet over één nacht ijs en hebben we uitgebreid onderzoek gedaan in de Europese softwaremarkt. Via een diepgravend onderzoek zijn we terecht gekomen bij het Franse project management softwarebedrijf Planisware.

Bedrijfsgeschiedenis Planisware

Pierre Demonsant, Matthieu Delille, Yves Humblot en Francois Pelissolo ontwikkelden in begin jaren 90 het revolutionaire project portfolio management software OPX2 bij het Franse Thales, een multinational dat zich specialiseert in elektrische systemen en apparaten voor onder meer ruimtevaart, transport en defensie. In 1996 splitsen zij zich af van Thales onder de naam Planisware. Als losstaand bedrijf boekt het al snel successen en steekt het in 1999 de oceaan over om een nieuw kantoor te openen in Amerika. De huidige CEO, Loïc Sautour, is daar de eerste werknemer.

Om de internationale groei te versterken gaat het samenwerken met *private equity* partij Ardian, zij worden 20% eigenaar van Planisware. Deze strategie legt Planisware geen windeieren. Over de jaren heen wordt Planisware een gerenommeerde naam en bindt het grote namen aan zich zoals Airbus, BMW, de Europese Centrale Bank, Bayer, Saudi Aramco, Philips, Pfizer en Pepsico. Om ook middelgrote bedrijven te kunnen bedienen nemen ze in 2018 het bedrijf NQI over voor hun softwareprogramma Orchestra.

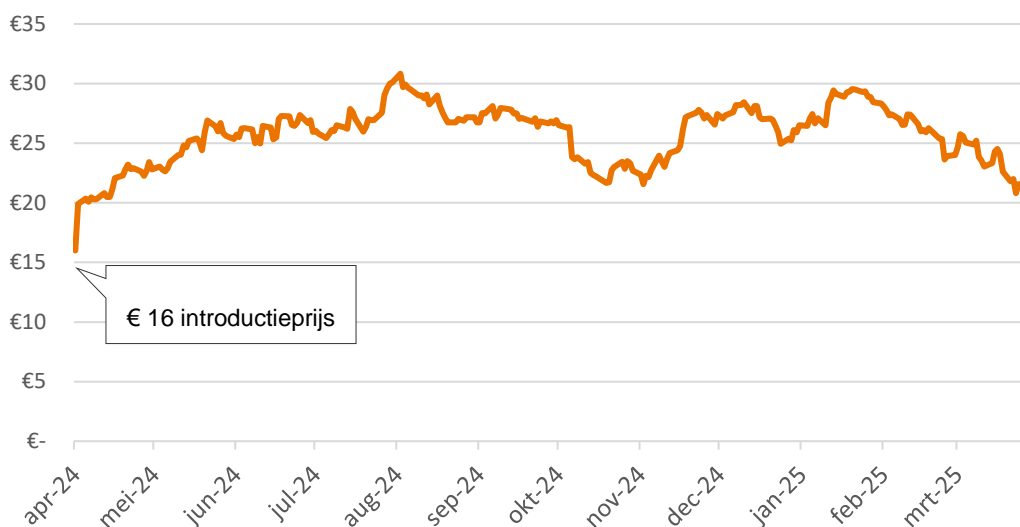
Momenteel heeft Planisware ongeveer 600 grote klanten, in verschillende sectoren en 30 verschillende landen wereldwijd. Deze klanten worden bediend door de 750 werknemers van Planisware die wereldwijd vanuit 16 kantoren opereren.

Planisware heeft inmiddels een grote naamsbekendheid binnen de project management softwaremarkt, maar is nog niet echt bekend buiten deze markt. Daarom hebben ze in 2023 besloten om naar de beurs te gaan.

Succesvolle beursgang

Een jaar later dan gepand is Planisware op 18 april 2024 naar de beurs gegaan in Parijs voor € 16,- per aandeel, wat neerkomt op een beurswaardering van € 1,1 miljard. Bij de beursgang zijn de aandelen geplaatst bij meerdere *cornerstone* investeerders zoals *T. Rowe Price International Ltd*, *Invesco Asset Management Limited*, *CDC Tech Premium* en *DNCA Finance*. Vanwege de sterke vraag van zowel professionele- als retailbeleggers sloot het aandeel op de eerste handelsdag 25% hoger op € 20,-. Sinds de beursgang is de beurskoers met bijna 50% gestegen en is de beurswaarde opgelopen tot ruim € 1,6 miljard.

Beurskoers Planisware



Figuur 2: sinds de beursgang is Planisware met bijna 50% gestegen (Bron: Refinitiv)

Er zijn geen nieuwe aandelen uitgegeven en er is slechts 25% van het bestaande aandelenkapitaal naar de beurs gebracht. Planisware heeft geen schulden, de onderneming heeft zelfs een hele ruime netto kaspositie van € 176 miljoen, waardoor ze geen nieuw groeikapitaal nodig hebben. Het doel van de beursgang was met name om de naamsbekendheid te vergroten en om oude investeerders een *exit* mogelijkheid te bieden. Private equity partij Ardian had een groot deel (15% van de in totaal 20%) van zijn belang verkocht bij de beursgang. Inmiddels zijn ze helemaal uit Planisware gestapt.

De oprichters van Planisware hebben bij de beursgang een klein deel van hun aandelen verkocht maar behouden nog ruim 60% van het uitstaande aandelenkapitaal. De oprichters hebben dus nog duidelijk "*skin in the game*". Dat betekent dat de belangen parallel lopen aan die van de overige aandeelhouders. Mede-oprichter en oud-CEO Pierre Demonsant is momenteel voorzitter van de Raad van Bestuur en mede-oprichters Matthieu Delille en Yves Humblot zijn nog onderdeel van het bestuur.

De aandeelhoudersstructuur voor de beursgang en nu ziet er als volgt uit:

	Voor beursgang	Nu
Oprichters	72%	64%
Ardian (Private Equity)	20%	0%
Huidige en voormalige werknemers	8%	6,5%
Publiek	0%	29,5%
Totaal	100%	100%

Bron: Planisware

Activiteiten Planisware

Onderzoek¹ laat zien dat maar 35% van de projecten bij het bedrijfsleven succesvol wordt afgerond. Bij 65% van de projecten wordt er tijd, geld of middelen verspild. Dezelfde studie laat zien dat lage digitalisatie een van de redenen is van de lage succesratio van projecten. Veel bedrijven gebruiken nog steeds Excel en andere verouderde tools voor project management. Bij veel veranderingen tijdens de uitvoering van projecten is Excel niet de juiste oplossing.

Project management software

Steeds meer bedrijven stappen dan ook over van Excel naar gespecialiseerde project management software. Met project management software kunnen verschillende teams binnen een organisatie aan hetzelfde project werken. Zo kunnen teams onder meer projecten plannen, taken verdelen, middelen en tijd alloceren, kosten managen en andere functies om projecten zo efficiënt en effectief mogelijk te managen. Deze digitalisatieslag van Excel naar gespecialiseerde software is de voornaamste groeidrijver van de project management softwaremarkt.

Kunstmatige intelligentie

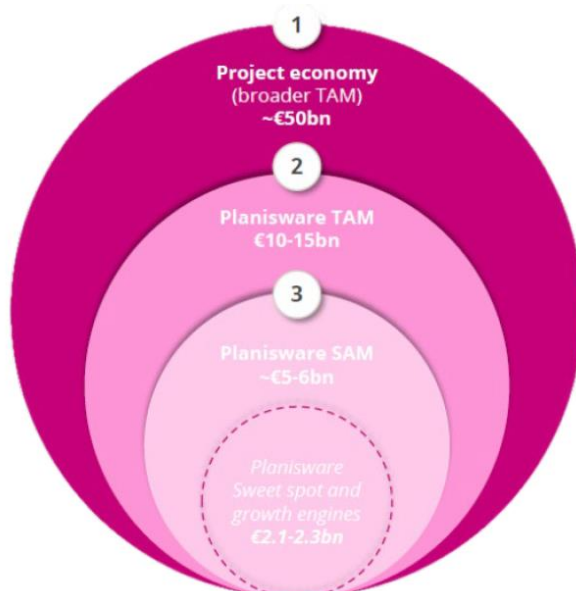
Daarnaast is ook kunstmatige intelligentie (AI) een groeidrijver voor de Project Management Softwaremarkt. Onderzoeksbureau Gartner verwacht dat in 2030 80% van de project management taken door AI gerund worden.

De toepassingen van AI bij project management:

- Betere selectie en priorisering van projecten
- Support van de Project Management afdeling
- Verbeterde planning en verslaggeving
- Virtuele project assistenten
- Geavanceerde test systemen en software

De totale marktomvang

De totale wereldwijde project management softwaremarkt is jaarlijks € 50 miljard groot.



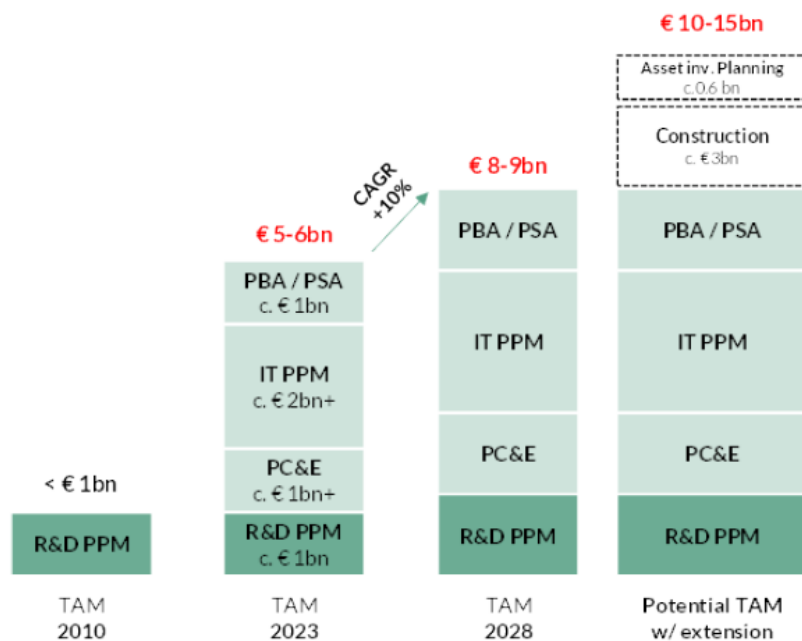
Figuur 3: de totale project management software markt (bron: Planisware)

Planisware focust zich niet op de gehele project management softwaremarkt. Er zijn bepaalde sectoren die extra profiteren van project management software. Voor R&D intensieve sectoren zoals farmacie, *automotive*, industrie

¹ [How AI Will Transform Project Management](#)

(sectoren met veel verschillende lopende projecten) en sectoren met complexe projecten zoals IT-, luchtvaart-, defensie- of engineering sector heeft project management software veel toegevoegde waarde. Planisware focust zich voornamelijk op deze sectoren. De totale project management softwaremarkt voor deze sectoren is € 5 miljard tot € 6 miljard en groeit jaarlijks met meer dan 10%. Door sectoren als constructie en vermogensplanning toe te voegen kan de markt voor Planisware zelfs uitgroeien naar € 10 miljard tot 15 miljard.

PLNW's addressable market could be worth € 10-15bn by 2028



Figuur 4: groei van Planisware's markt (Bron: ABN AMRO ODDO BHF)

Portfolio project management software

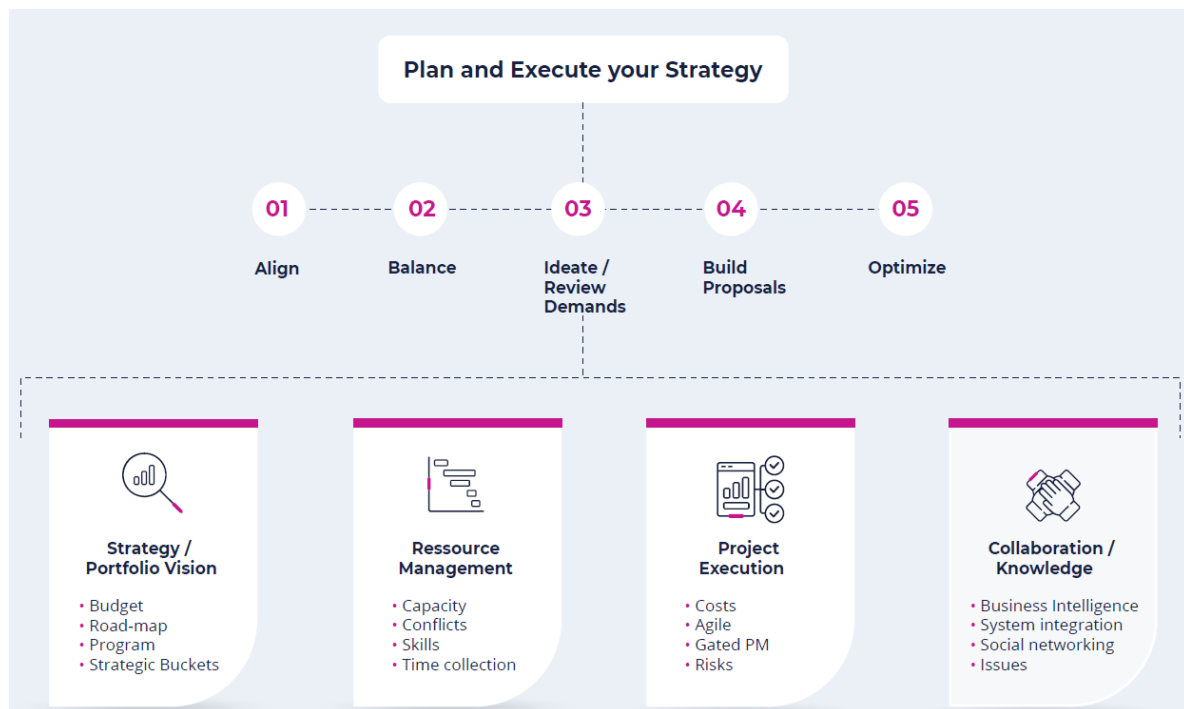
Planisware heeft geen standaard project management software. Ze focussen zich in het bijzonder op Portfolio Project Management (PPM) software. De mogelijkheden van Planisware's PPM-software zijn:

- Inzage projectportfolio
- Strategische beslissingen
- Capaciteit- en budget allocatie
- Kostenbesparingen
- Optimaal gebruik middelen

Met standaard project management software kan er specifiek gewerkt worden aan één project. Zoals gezegd focust Planisware zich op bedrijven met complexe projecten. Bij deze bedrijven lopen er veel verschillende complexe projecten tegelijkertijd. Met PPM-software worden alle projecten binnen een organisatie centraal gemanaged. Hierdoor kan het management van een bedrijf meer inzicht krijgen in hun portfolio aan projecten en kunnen er belangrijke strategische keuzes worden gemaakt.

De software van Planisware analyseert de kosten en baten van de portfolio aan projecten. Daarbij wordt rekening gehouden met onder andere capaciteitsplanning, budgetten en risico's. De software gebruikt de data van de projecten om verschillende scenario's te schetsen. Hiermee kunnen managers van bedrijven strategische beslissingen nemen door geld en middelen te alloceren aan bepaalde projecten. Hierbij worden er kosten bespaard en worden middelen optimaal ingezet.

Een van Planisware's belangrijkste eindmarkten is de farmaciemarkt. Bedrijven in deze markt ontwikkelen nieuwe en veelal dure medicijnen. Voor de ontwikkeling daarvan moeten er onderzoekers, geld en andere middelen worden gealloceerd. Het ontwikkelen van een medicijn kan wel vijf tot tien jaar duren. Het is dus erg belangrijk voor farmaceutische bedrijven om lange termijn inschattingen te kunnen maken van hun budgetten. Als deze bedrijven meerdere medicijnen tegelijkertijd ontwikkelen, dan kunnen ze aan de hand van Planisware's software scenario's maken om te bepalen aan welk medicijnontwikkelingstraject ze meer budget en middelen willen alloceren.



Figuur 5: Planisware's PPM-software is veelal onderdeel van de bedrijfsroadmap (bron: Planisware)

Pilaren

Planisware heeft vier verschillende softwareoplossingen (pilaren). In deze pilaren worden verschillende sectoren bediend met dezelfde (portfolio) project management uitdagingen. Deze pilaren worden als volgt opgedeeld:

- **Product Development and Innovation:**
Deze oplossingen zijn speciaal bedoeld voor onderzoeks- en (product)ontwikkelingsteams en marketing implementatieteams, zodat organisaties beter prioriteit kunnen geven aan projecten, de snelheid van *time-to-market* kunnen verbeteren en de samenwerking tussen afdelingen kunnen optimaliseren. Eindmarkten zijn farmacie, automotive, technologie en industrie.
- **Project Controls and Engineering:**
Voor het beheer van complexe of grootschalige interne engineeringprojecten in industrieën zoals lucht- en ruimtevaart, defensie, energie en nutsvoorzieningen en productie. De oplossingen van Planisware stellen deze klanten in staat om belangrijke aspecten van hun projecten te verbeteren, waaronder het beheer van arbeidskrachten, kapitaalinvesteringen en zakelijke contracten.
- **Project Business Automation (PBA):**
Is gericht op het optimaliseren van de opbrengsten uit projecten door het beheren van kosten, middelen, uitgaven, voorstellen en facturen, evenals risico's en wijzigingsverzoeken om tijd en kosten te besparen. PBA-projecten zijn te vinden in alle sectoren.

- **Agility and IT Project Portfolios:**

Vooral bedoeld om meerdere IT-teams met elkaar en met andere bedrijfsorganen te laten werken. Aangezien ieder bedrijf een IT-systeem heeft, kan deze software voor iedere sector gebruikt worden.

Kwaliteiten Planisware

Planisware bezit alle kwaliteiten van een softwarebedrijf die wij zoeken. De software van Planisware is *bedrijfskritisch* voor organisaties met een groot aantal (complexe) projecten. De Planisware software wordt door meerdere teams binnen een organisatie gebruikt. De software maakt het mogelijk voor de verschillende teams om met elkaar samen te werken en managers kunnen strategische beslissingen maken.

Bedrijven hebben met de software van Planisware dus een goede inzage in toekomstige kosten. Zeker in economisch minder goede tijden is dit belangrijk. Tijdens die periodes gebruiken bedrijven de software van Planisware om kosten te besparen. Hierdoor is de software essentieel voor bedrijven en is het door de integratie van de software in de bedrijfsvoering lastig voor klanten om over te stappen naar andere softwareleveranciers.

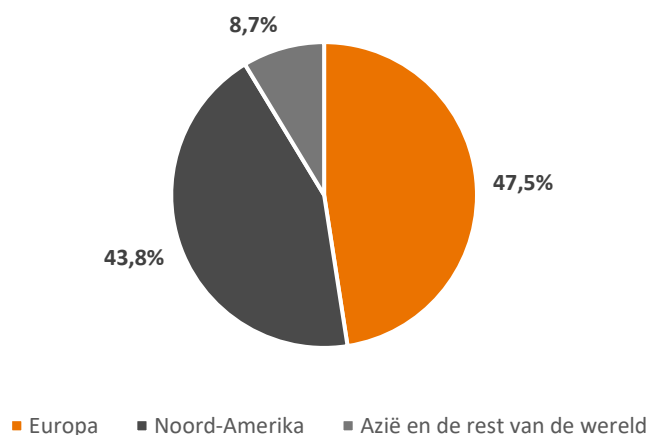
Doordat de software bedrijfskritisch is, heeft Planisware lange klantrelaties. De 20 grootste klanten zijn gemiddeld 10 jaar klant. De kracht van Planisware's bedrijfsmodel en de voordelen van de producten voor de klant is terug te zien in de lage *churn rate* van slechts 2%. Een andere belangrijke eigenschap van softwarebedrijven is de hoge wederkerende omzet. Planisware hanteert een abonnementsmodel met meerjarige contracten. Hierdoor is de wederkerende omzet voorspelbaar en bedraagt het 89% van de totale groepsomzet.

De hoge toegevoegde waarde van Planisware's product is terug te zien in de hoge brutowinstmarge van 74% (2024) en de hoge omzetgroei van tenminste 15% op jaarbasis (2024: +17%). Planisware behoeft geen kapitale investeringen voor hun bedrijfsvoering. De voornaamste uitgaven zijn aan personeel voor R&D en onderhoud (12% van de omzet) en de verkoop (18% van de omzet) van de software. Daarnaast is de organisatie van Planisware *lean and mean* waardoor het een hoge nettowinstmarge van ruim 25% (2024: 26,4%) behaalt.

Geografische omzetverdeling

Planisware is van oorsprong een Frans bedrijf en Europa is nog steeds hun grootste afzetmarkt. Echter, hun klanten zijn veelal multinationals met teams over de hele wereld. Zoals gezegd heeft Planisware al vroeg (1999) een kantoor geopend in Amerika. Inmiddels genereert Planisware 44% van hun omzet uit Noord-Amerika. Amerika heeft de meest competitieve en grootste softwaremarkt ter wereld, daarom is het des te knapper dat Planisware daar zo succesvol is.

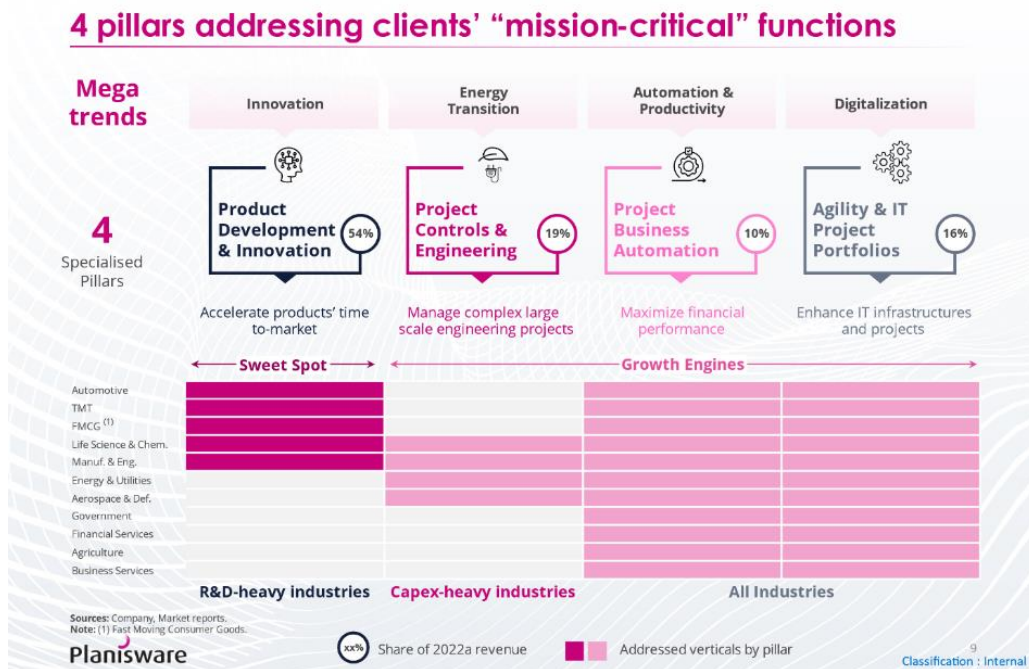
Geografische omzetverdeling 2024



Figuur 6: Planisware haalt 44% van de omzet uit Noord-Amerika (Bron: Planisware)

Groeidrijvers Planisware – cross- en upselling

Planisware verwacht de komende jaren met tenminste 15% per jaar in omzet te kunnen groeien. Dit is uitsluitend organische groei. Twee derde van de groei komt van *cross- en upsellen* van producten aan bestaande klanten. Zestig procent van de klanten maakt maar gebruik van één van de vier pilaren. Door meer pilaren af te nemen en de software van Planisware breder in het bedrijf te gebruiken, heeft de leiding van een bedrijf meer overzicht van al hun projecten en kan het betere strategische keuzes maken. De pilaren Project Business Automation en Agility & IT Project Portfolios zijn nog relatief nieuw binnen Planisware. Het figuur hieronder laat zien dat de twee pilaren veel *cross-sell* mogelijkheden biedt voor klanten in de andere twee pilaren.



Figuur 7: Planisware's pilaren en eindmarkten (Bron: Planisware)

Naast *cross-sellen* heeft Planisware nog veel mogelijkheden om te *upsellen*. De software van Planisware wordt in eerste instantie voor één afdeling gekocht. Als een klant tevreden is, dan wordt de software ook uitgerold naar andere afdelingen. Planisware haalt een klant vaak binnen met zijn versimpelde product Orchestra. In 2023 had het 300 Orchestra-klanten en 250 enterprise-klanten. Op termijn zullen veel van die Orchestra-klanten uitbreiden naar enterprise software. Het enterprise-product heeft alle project management software mogelijkheden wat Planisware te bieden heeft. De gemiddelde jaarlijkse omzet per klant ligt bij enterprise-klanten (€ 450.000) dan ook veel hoger dan bij Orchestra-klanten (€ 40.000).

Dat Planisware verkoopmogelijkheden heeft bij zijn huidige klantenbestand, blijkt wel uit de *netto-retentiepercentage*. Deze ratio meet hoeveel er netto (wederkerende omzet afgelopen jaar + cross- en upsell huidige wederkerende omzet – wederkerende omzet van klanten die weg gaan dit jaar) wederkerende omzet in een jaar bij is gekomen van de huidige klantenbasis. Bij percentages boven 100% kwam er meer omzet bij door cross- en upsell dan dat er aan omzet weg ging. Dit percentage lag bij Planisware de afgelopen jaren structureel rond de 120%.

Nieuwe klanten

Een derde van de groei komt van nieuwe klanten. Het marktaandeel (minder dan 4%) van Planisware is nog relatief laag. De grootste groei komt van klanten die nu nog Excel gebruiken, en de verkoop van nieuwe pilaren zoals Project Business Automation en Agility & IT. In figuur 7 is te zien dat deze twee pilaren toepasbaar zijn bij sectoren waar de andere twee pilaren (Product Development & Innovation en Project Controls & Engineering) niet actief zijn.

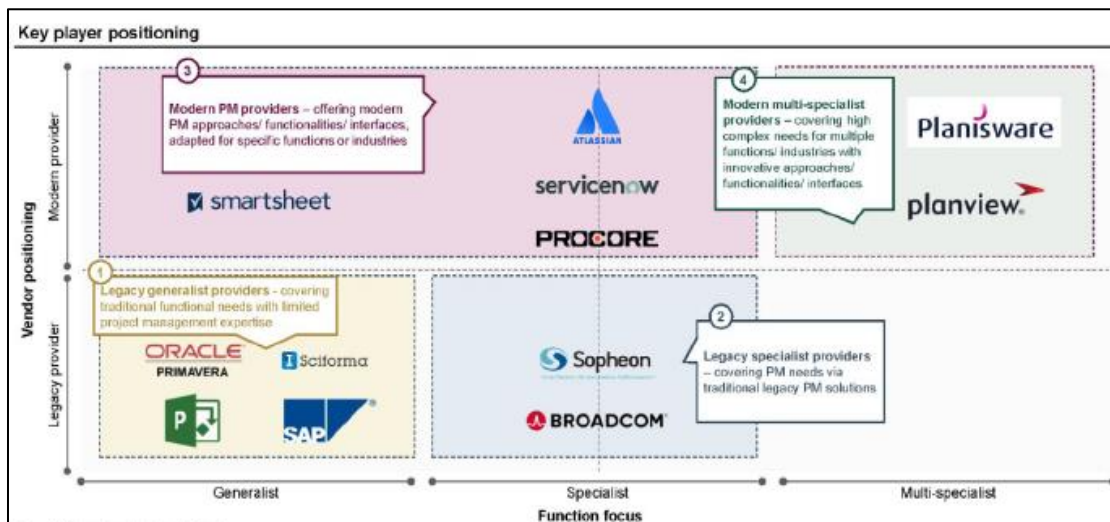
Met deze groeistrategie verwacht Planisware dat ze voor de komende jaren, zonder nieuwe pilaren en overnames, tenminste 15% omzetgroei kunnen realiseren.

Concurrentiepositie

Vier bedrijven zijn goed voor meer dan 50% van de totale wereldwijde Project Management softwaremarkt. Dit zijn Oracle Primavera, Microsoft Project, Atlassian en Planview. Toch is de markt nog vrij versnipperd. Veel sectoren hebben hun eigen project management software. Zo is Oracle Primavera de absolute marktleider in de bouwindustrie en is Atlassian marktleider in de IT-wereld.

Er zijn de laatste tijd meerdere project management softwarebedrijven van de beurs gehaald door zowel financiële als strategische kopers. De laatste twee overnames waren Smartsheet (januari 2025) door Blackstone en Vista Equity Partners en Sciforma (februari 2025) door concurrent Planview.

De meeste van deze spelers bieden een vereenvoudigde Project Management software product (waarbij wordt gefocust op één project) aan en niet een Portfolio Project Management software product (managen van alle projecten binnen een organisatie) waar Planisware sterk in is. In deze categorie concurreert het vooral met Planview. Ook Planview is gericht op R&D-gedreven organisaties zoals bedrijven in de farmaceutische industrie.



Figuur 8: een overzicht van de project management software markt segmenten (Bron: Planisware)

Planview heeft zijn producten veelal aangekocht via acquisities terwijl Planisware zijn producten juist *in-house* heeft ontwikkeld. Dit getuigt van onderzoek- en ontwikkelingskracht en daardoor wordt er geen (overbodige) goodwill betaald. Doordat Planisware zijn producten *in-house* ontwikkeld, kan het ook zijn producten eenvoudiger onderhouden en door ontwikkelen terwijl Planview de aangekochte producten met elkaar moet laten integreren. Dit is risicovoller en er moeten extra softwarecodes worden geschreven. Op den duur zal het steeds lastiger worden om deze producten te onderhouden en te updaten, wat ten koste gaat van de kwaliteit van het product.

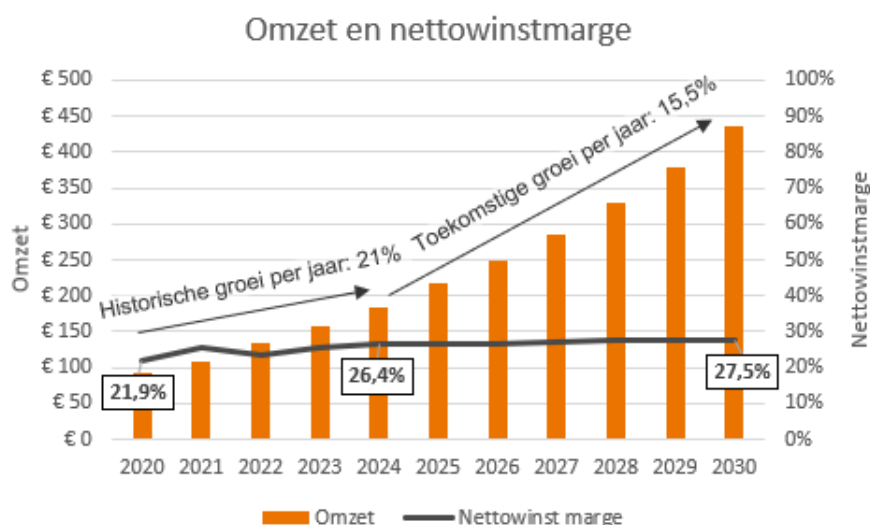
Terugblik 2024 en vooruitzichten

Afgelopen februari maakte Planisware zijn jaarcijfers over 2024 bekend. De omzet groeide in 2024 met 17,4% naar € 183,4 miljoen en de EBITDA steeg zelfs met 23,7% naar € 64,6 miljoen. De onderneming wist de EBITDA-marge te verbeteren met een knappe 1,8%-punt waardoor een nieuw record van 35,2% werd behaald. De omzetgroei kwam uit meerdere regio's, maar vooral de sterke groei in Noord-Amerika (+17,3%) en Azië (+44,0%) gaf vertrouwen. De omzetgroei werd versterkt door cross- en upselling en een eerste grote order bij het Amerikaanse beursgenoteerde defensiebedrijf Northrop Grumman (beurswaarde \$ 77 miljard en 97.000 medewerkers). Deze omvangrijke order zorgde voor toetreding tot de aantrekkelijke Amerikaanse defensie industrie. Door de recente geopolitieke ontwikkelingen verwacht Planisware veel groeikansen voor deze sector. Deze order is terug te zien in de Project Controls & Engineering-pilaar die vorig jaar met 36% de sterkste omzetgroei liet zien. In onderstaande tabel is ook goed te zien dat de omzetgroei van alle segmenten afkomstig was.

Omzet per segment in miljoenen €	2023	2024	%
Product Development and Innovation	87,5	97,8	+12%
Project Controls and Engineering	27,4	37,2	+36%
Agile and IT Project Portfolios	26,8	32,2	+20%
Project Business Automation	13,6	15,9	+17%
Other	1,1	0,4	-64%
Totaal	156,4	183,4	+17%

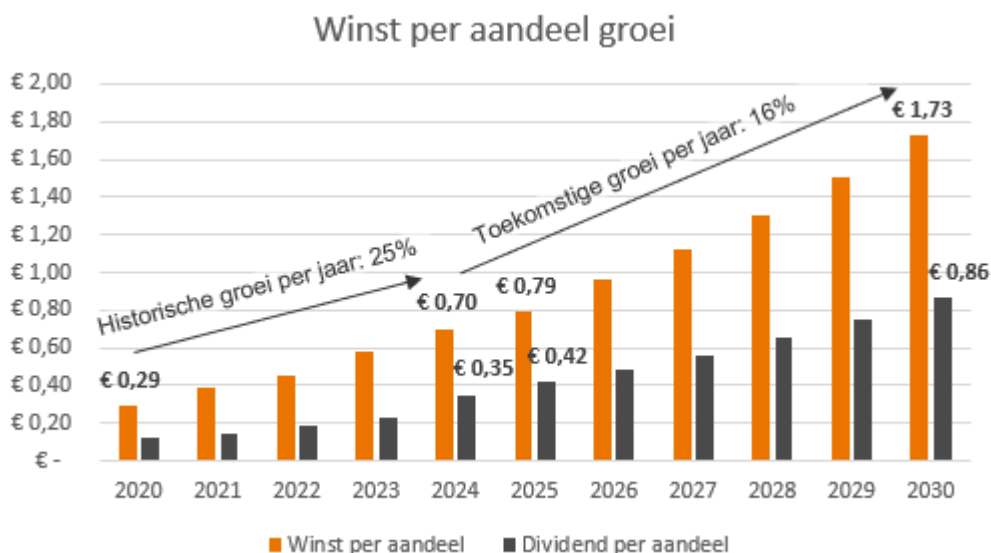
Bron: Planisware

Bij de jaarcijfers werden ook de vooruitzichten voor 2025 gepubliceerd. Planisware verwacht voor 2025 een omzetgroei van 15% tot 19% en een EBITDA-marge van 35%. De onderneming groeit daarmee veel harder dan de onderliggende project management softwaremarkt, die met circa 10%+ per jaar groeit. Omdat bestaande klanten circa twee derde van de omzet vertegenwoordigt en met 20% per jaar groeit (*net retention rate* 120%), komt dus ruim 13% omzetgroei (20% van 66% = 13,2%) van deze groep klanten. De overige omzetgroei van 2%-punt tot 6%-punt moet dus komen uit nieuwe klanten. Gezien de sterke marktpositie van Planisware, zijn gedifferentieerde software en groeikansen binnen de bestaande en nieuwe sectoren (defensie), is dat realistisch. We verwachten dan ook dat Planisware tot 2030 de samengestelde omzetgroei van tenminste 15% kan blijven continueren.



Figuur 9: margeverhoging door schaalomvang (Bron: Planisware en verwachtingen AVF)

Schaalomvang zal ervoor zorgen dat de hoge EBITDA-marge nog iets kan verbeteren, waardoor de nettowinst harder zal groeien dan de omzet. Wij verwachten dan ook dat de winst per aandeel over de periode 2025 tot en met 2030 met 16% per jaar zal groeien naar € 1,73 per aandeel. Dat ligt dus ruim boven onze doelstelling van tenminste 7,5% op jaarbasis.



Figuur 10: groei winst per aandeel (voor IPO kosten) Planisware ligt ver boven onze doelstelling (Bron: Planisware en verwachtingen AVF)

Groeiaandeel tegen aantrekkelijke waardering

Om de waardering van Planisware te bepalen maken we gebruik van een *peer group* waardering. Deze *peer group* bestaat uit (project management) software spelers ServiceNow, Microsoft, Oracle, SAP, Atlassian en Salesforce. Directe concurrent Planview is niet-beursgenoteerd en kunnen wij daardoor niet meenemen in onze analyse. Voor de *peer group* waardering analyseren we de koers-winstverhouding en Enterprise Value / Sales verhouding van de peers van Planisware. De Enterprise Value / Sales verhouding *multiple* wordt veelal gebruikt voor softwarebedrijven omdat deze vaak niet winstgevend zijn. De *multiples* van de *peers* en Planisware zien er als volgt uit:

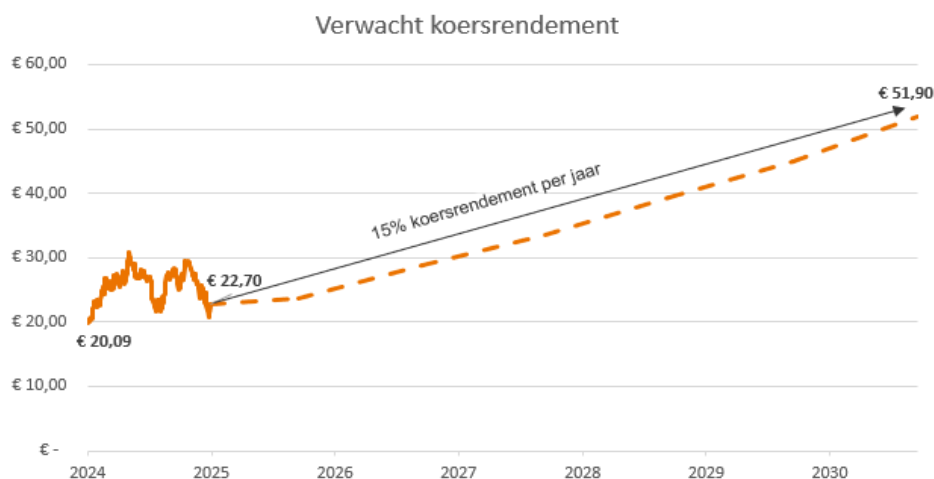
Peers	Koers-winstverhouding 2025	Enterprise Value / Sales verhouding 2025
ServiceNow	48,5	12,7
Microsoft	29,6	10,5
Oracle	22,5	8
SAP	36,3	7,4
Atlassian	56,3	10,3
Salesforce	22,8	6,0
Gemiddelde	38,6	9,8
Planisware	28,7	6,9
Korting	26%	30%

Bron: Refinitiv en Bloomberg

Bovenstaande tabel laat zien dat Planisware op basis van zowel de koers-winstverhouding als de Enterprise Value / Sales verhouding respectievelijk 26% en 30% goedkoper is dan de *peer group*. Ook de kopers van concurrent Smartsheet, overgenomen tegen een Enterprise Value / Sales verhouding van 8,1, betaalde een premie van ruim 17% ten opzichte van Planisware.

Wij verwachten op basis van de onderliggende marktgroei voor PPM-software en de bedrijfsspecifieke groeidrijvers van Planisware, een samengestelde omzetgroei van circa 15% per jaar en 16% voor de winst per aandeel. Naar onze verwachting zal Planisware in 2025 een winst per aandeel van € 0,79 realiseren. Voor 2030 verwachten wij een winst per aandeel van € 1,73, oftewel een koers-winstverhouding van 'slechts' 13,1 bij de huidige beurskoers van € 22,70.

Vermenigvuldigen wij de winst per aandeel van € 1,73 in 2030 met een zeer conservatieve koers-winstverhouding van 30, een korting van meer dan 20% ten opzichte van andere project management softwarebedrijven, dan zou dit resulteren in een beurskoers van € 51,90 per aandeel in 2030 en een totaalrendement van 16% per jaar inclusief circa 1,5% dividendrendement.



Figuur 11: bron Refinitiv en verwachtingen AVF

Conclusie

Met de eerste participatie buiten de Nederlandse landsgrenzen voegt Add Value Fund een kwalitatief hoogwaardige softwareonderneming toe aan de portefeuille. Planisware bevindt zich in de aantrekkelijke project management softwaremarkt. Door digitalisering groeit deze markt bovengemiddeld met 10%+ per jaar. Planisware onderscheidt zich met zijn geavanceerde project management software waarmee niet alleen op projectniveau maar ook bedrijf breed beslissingen kunnen worden gemaakt. De onderneming bevat alle kwaliteiten die wij in een softwarebedrijf zoeken: software is bedrijfskritisch, hoge wederkerende omzet (89%), is niet-kapitaal intensief, hoge omzetgroei (15%+) en zeer winstgevend (26% nettowinstmarge). Planisware is al jarenlang zeer winstgevend en heeft inmiddels een netto kaspositie opgebouwd van € 176 miljoen, oftewel meer dan 10% van de huidige beurswaarde.

Ondanks het onderscheidend vermogen en het superieure product, heeft Planisware nog maar een relatief klein marktaandeel van minder dan 4%. Dit aandeel willen ze vergroten door nieuwe klanten binnen te halen maar ook door meer omzet te realiseren bij bestaande klanten. Dit zal leiden tot een 15% tot 19% omzetgroei in 2025 en daarna tenminste 15% per jaar tot en met 2030. Over dezelfde periode verwachten wij dat Planisware de winst per aandeel jaarlijks met 16% laat groeien en bij een gelijkblijvende waardering betekent dat een dito jaarlijks rendement. Hier kan nog een extra rendement bijkomen als Planisware zijn royale netto kaspositie aanwendt voor een speciaal dividend of winstgevendende acquisities. De toekomst voor ons als lange termijn aandeelhouder ziet er dan ook veelbelovend uit.

Door de nog lage beursbekendheid en relatief lage beursomzetten hebben wij sinds vorig jaar zomer geleidelijk onze positie opgebouwd, nu ruim 4% portefeuillewening, tegen een aantrekkelijke waardering. Net als destijds met UNIT4 verwachten wij op termijn bovengemiddelde rendementen te behalen met deze superieure softwareonderneming. Bij een gelijkblijvende waardering en als onze winstgroeiervwachtingen uitkomen – een samengestelde groei van de winst per aandeel van 16% tot en met 2030 – zou de beurskoers in de komende vijf jaar moeten verdubbelen.

Vooruitzichten

De aankondiging van de Amerikaanse importtarieven op 2 april jl., die door de Amerikaanse president Donald Trump als *'Liberation Day'* werd bestempeld, voelde voor de financiële markten bepaald niet als een bevrijdingsdag. De forse importheffingen, hoogste in meer dan 100 jaar, die Amerika de rest van de wereld wil opleggen, zorgden voor paniek en angst op zowel de aandelen- als de obligatiemarkten. Op de eerste handelsdag na de bekendmaking daalde de S&P 500 index met bijna 5% en op de tweede handelsdag zelfs 6%. In een vloek en een zucht raakte de grootste en belangrijkste index ter wereld ruim 10% kwijt.

De VIX-index, oftewel de angstgraadmeter die de volatiliteit weergeeft op de S&P 500 index, steeg in slechts twee handelsdagen met bijna 200% naar ruim 60 punten. Een niveau dat we alleen tijdens de coronapandemie in 2020 en de grote financiële crisis in 2008 hebben gezien. De paniek was dus groot en werd extra versterkt doordat China de tegenaanval inzette door ook meermaals de importtarieven voor Amerikaanse goederen te verhogen naar 125%.

Nadat de rente op de Amerikaanse obligatiemarkt te hard opliep, drukte Donald Trump op de pauzeknop. Sinds 9 april is er een 90-dagen pauze ingelast waarbij voor alle landen een 10%-importheffing geldt, met uitzondering voor de belangrijkste handelspartners Mexico, China en Canada, waar Amerika een handelstekort mee heeft. Op goederen uit Mexico en Canada wordt een 25%-heffing opgelegd en voor Chinese goederen geldt zelfs een importheffing van 145% (!). Deze percentages gaan natuurlijk elke economische realiteitszin te boven.

Voor Europa geldt het minimum importtarief van 10%, behalve voor auto's, staal, aluminium en koper waarvoor een importheffing van 25% geldt. Afgelopen weekend werd bekendgemaakt dat consumentenelektronica, zoals laptops, computers en smartphones, maar ook voor microchips en chipmachines, de komende weken een vrijstelling geldt. Maar volgens Donald Trump is het slechts een kwestie van tijd dat ook op deze belangrijke goederen heffingen komen. Hoe hoog en voor hoelang is nog ongewis.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Door deze onzekerheid en slechte voorspelbaarheid, bijna iedere dag is de situatie weer anders, is het nog koffiedik kijken wat de directe en indirecte consequenties zijn voor onze participaties. Dat de wereldwijde economische groei gaat vertragen is nu wel duidelijk, immers, het consumentenvertrouwen en bedrijfsinvesteringen staan onder druk, maar met hoeveel is nog onduidelijk. En wat voor impact dat eventueel zal hebben op de winstontwikkeling van onze participaties is nu nog moeilijk in te schatten.

Onze participaties Basic-Fit en Flow Traders (tezamen ruim 25%-portefeuilleweging) zullen in ieder geval geen hinder ondervinden van de Amerikaanse importheffingen. Basic-Fit is alleen actief in Europa en Flow Traders heeft wel een kantoor in Amerika maar handelt alleen in financiële producten. Door de recordhoge beursvolumes, volatiliteit, *spreads* en dislocaties in de maand april, zal Flow Traders als enige direct profiteren van alle onrust op de financiële markten. Dit jaar is de beurskoers al meer dan 40% gestegen en dempt daarmee als zwaarst wegende participatie het rendementsverlies. Wij kijken dan ook met vertrouwen uit naar de eerste kwartaalcijfers van 2025 die op 25 april aanstaande worden gepubliceerd. Wellicht dat de onderneming al iets loslaat over de eerste weken van april. Die zullen geen windeieren hebben gelegd (!). Alhoewel Sif nu midden in een Amerikaans offshore windproject zit, hebben ze geen verdere blootstelling aan Amerikaanse projecten. Het volle orderboek, in ieder geval tot en met 2026, bestaat alleen uit Europese offshore windprojecten.

Daarnaast hebben nagenoeg al onze participaties eigen productielocaties in Amerika, behalve ASM en Besi. Chipmachines zijn nu nog vrijgesteld van importheffingen, maar dat kan de komende weken zomaar weer veranderen. ASM treft al wel voorbereidingen om de € 300 miljoen kostende R&D center en *pilot-manufacturing* in Arizona anders in te gaan richten om daar, net als in Singapore, Zuid-Korea en Italië, ook chipmachines op hoge volumes te kunnen produceren. Besi heeft momenteel alleen nog productielocaties in China, Maleisië en Vietnam. Het is wel zo dat de Amerikaanse klanten, Intel en Micron, van ASM en Besi, wereldwijd meerdere productielocaties hebben op verschillende continenten. Ook de grootste chipproducent ter wereld, TSMC, heeft naast Amerika, wereldwijd verschillende productielocaties in uiteraard Taiwan, maar ook in Japan en Duitsland (in aanbouw).

Chipmachinemakers ASM en Besi werden desondanks in april het hardste geraakt met koersdalingen op het dieptepunt van meer dan 20%. Inmiddels zijn de beurskoersen alweer wat opgekrabbeld nadat Amerikaanse importheffingen voor chipmachines zijn opgeheven. Het voordeel van de sterk gedaalde beurskoersen is dat beide ondernemingen nu meer eigen aandelen kunnen inkopen voor hetzelfde geld. Ook het brein en drijvende kracht achter Besi, topman Richard Blickman, sloeg onlangs zijn slag op de beurs en kocht voor € 10 miljoen aandelen Besi in. Dat was zijn grootste aankoop ooit.

Klaarblijkelijk dacht het Amerikaanse Applied Materials hetzelfde erover. Gebruikmakend van de sterk dalende beurskoers en hoge beursvolumes kocht de op een na grootste *front-end* chipmachinemaker ter wereld, op de openbare markt, een 9%-belang in Besi. Na de bekenmaking eergisteravond, steeg de beurskoers van Besi gisteren met ruim 13%. Applied Materials meldde in het persbericht dat het gaat om een strategische investering. De chipmachinegigant heeft al sinds 2020 een partnership met Besi, die onlangs is verlengd, op het gebied van de nieuwste verbindingstechnologie, *hybrid bonding*. Met een investering van ruim € 600 miljoen, op basis van de slotkoers van gisteren, bevestigt Applied Materials zijn *commitment* voor deze nieuwe technologie. “*Wij zien dit als een strategische en langetermijninvestering die de toewijding van Applied Materials aantoont om samen de meest capabele hybride bondingoplossing van de industrie te ontwikkelen, een technologie die steeds belangrijker wordt voor geavanceerde reken- en geheugenchips die de basis vormen voor kunstmatige intelligentie*”, aldus Terry Lee, *Corporate Vice President and General Manager, Heterogeneous Integration and Packaging at Applied Materials*. Wij zijn net als Applied Materials positief over deze ontwikkeling en deze strategische investering en samenwerking versterkt de leidende positie van Besi op het gebied van *hybrid bonding*.

Ondanks alle geopolitieke spanningen en importheffingen, draait de wereld gewoon door en publiceren onze participaties binnenkort hun eerste kwartaalcijfers over 2025. Nedap liet in een *trading update* al weten dat de omzet in het eerste kwartaal met 10% toenam ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Behalve de marktgroep *Security*, lieten alle overige marktgroepen – *Healthcare, Livestock en Retail* – een mooie omzetgroei zien. De omzet uit wederkerende diensten en softwareabonnementen steeg met 12%. Deze groei werd gerealiseerd door de uitbreiding van Nedap's *software-as-a-service* proposities en abonnement-gebaseerde oplossingen in alle marktgroepen. Nedap verwacht voor het gehele jaar 2025, onvoorziene omstandigheden daargelaten, verdere omzetgroei in alle marktgroepen.

Ook Kendrion heeft laten weten dat er op dit moment geen directe hinder wordt ondervonden van de Amerikaanse importheffingen. Kendrion is, nadat het vorig jaar de *automotive* activiteiten voor € 65 miljoen heeft verkocht, alleen nog maar actief in de industriële sector en is dus niet blootgesteld aan de importheffingen op auto's. Daarnaast heeft de wereldmarktleider in elektromagneten en systemen eigen productielocaties in zowel Amerika, China als Europa die voor de lokale markt produceren. Kendrion laat in een persbericht weten goed gepositioneerd te zijn om eventuele schokken op te vangen.

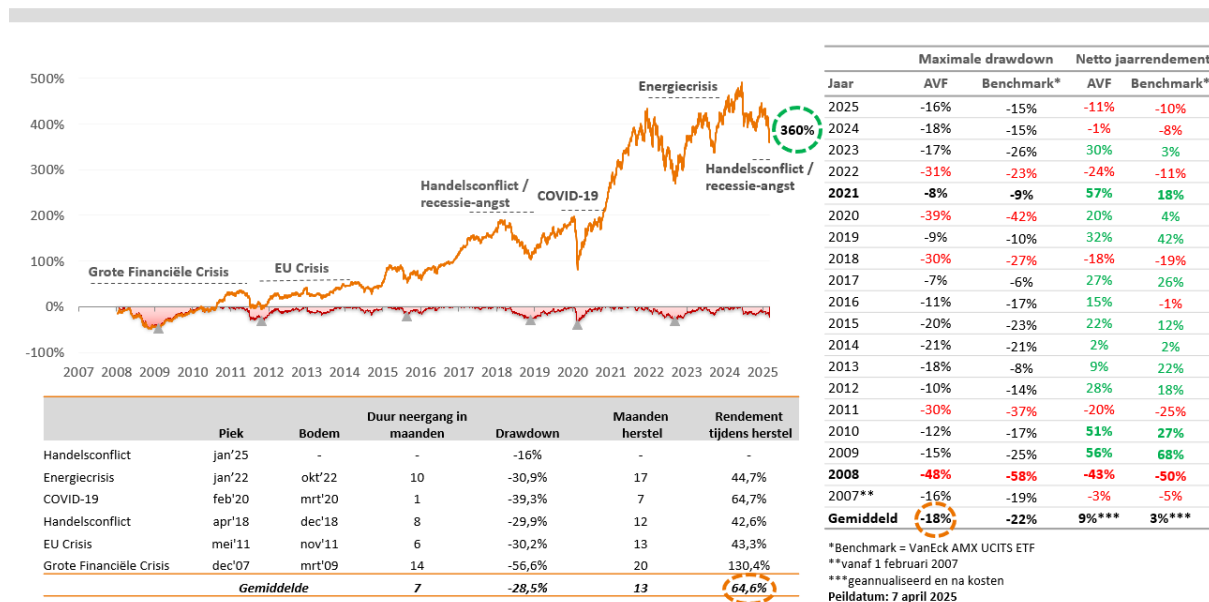
Daarnaast hield Acomo op 7 april jl. voor het eerst in hun ruim 100-jarige beursgeschiedenis een *Capital Markets Day*. Nadat Acomo in 2024 een omzet behaalde van bijna € 1,4 miljard (+16%), wil de onderneming, actief in voedingsingrediënten, op de middellange termijn (circa drie tot vijf jaar) groeien naar € 2 miljard omzet, zowel autonoom alsmede via acquisities. De EBITDA-marge zou dan voor 2029 uit moeten komen op 9%. Over 2024 realiseerde Acomo een EBITDA-marge van 8%, oftewel € 109 miljoen. Een EBITDA-marge van 9% op een omzet van € 2 miljard betekent een EBITDA van € 180 miljoen, of omgerekend circa € 100 miljoen nettowinst, oftewel een winst per aandeel van circa € 3,50. Als Acomo niet te veel betaalt voor de acquisities en wegblijft van *commodity* producten die verhandelbaar zijn via spotprijzen, dan is 10 tot 12 keer de winst realistisch voor een onderneming die de komende jaren circa 10% winstgroei laat zien. Dat betekent een beurswaardering tussen de € 35,- en € 42,- per aandeel, oftewel een opwaarts koerspotentieel van ruim 75%. Dit komt overeen met onze [som-der-delen analyse](#) van augustus vorig jaar.

Zoals gezegd is het nu nog te vroeg om conclusies te trekken over de directe en indirecte impact op onze participaties. Des te langer het handelsconflict duurt, des te groter de negatieve impact. Naar aanleiding van de jaarcijfers, onze verwachtingen en de verschillende gesprekken die we met het management hebben gevoerd,

houden wij voornamelijk vast aan onze gewogen winstgroei-ervachting van tenminste 25%. Binnen onze portefeuille hebben we uit voorzorg de winsttaxaties van een aantal participaties wel verlaagd, maar ook van sommigen verhoogd, waardoor de impact nihil is.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding voor 2025 van 14,7 en een gewogen dividendrendement van 4,0%.

KOERSVOLATILITEIT IS GEEN RISICO MAAR EEN KANS



Zoals de eerste handelsconflict in 2018 tussen Amerika en China, ook onder leiding van Donald Trump, ons heeft geleerd dat we niet in paniek moeten raken en dat deze onrustige beurstijden juist kansen biedt voor een actieve en lange termijn belegger zoals wij. De bovenstaande rendementsgrafiek, sinds onze oprichting 1 februari 2007, toont aan dat na iedere crisis de beurskoers van Add Value Fund altijd weer sterker terugkomt en nieuwe recordhoogtes bereikt. Wij zijn er dan ook van overtuigd dat dat op termijn weer het geval zal zijn. Hoelang dit handelsconflict gaat duren en wat voor negatieve impact het gaat hebben op de economie en het bedrijfsleven is nog ongewis, maar de stevige koersdalingen cq *drawdowns* zijn wel de opmaat naar hogere toekomstige rendementen.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Amsterdam, 16 april 2025

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie	
Startdatum	1 februari 2007
Fondsvermogen	€ 146,8 mln
Beurskoers	€ 90,76
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 91,03
Aantal uitstaande aandelen	1.612.505
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.	386,3%	217,3%	106,4%	235,1%
2025	-6,0%	2,6%	2,0%	7,7%
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	-10,1%	-1,0%	19,0%	10,2%	9,1%
AMX-index	-6,2%	-3,6%	8,8%	4,2%	4,1%

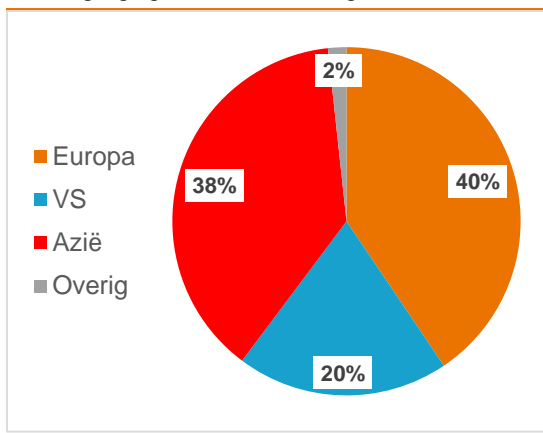
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 31-03-2025. Na kosten.

Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/renderementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0,4	2,4
% Positieve maanden	62,1%	60,6%
% Positieve jaren	72,2%	66,7%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	66,7%	
Active share vs. AMX	91,9%	
Standaard deviatie (10 jaar)	18,1%	18,1%
Top-3 holdings % van totaal	43,2%	24,2%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	11,3%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	5,8%	
Beta (5 jaar)	0,90	
Beta (sinds begin)	0,91	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,95	0,56
Sharpe ratio (sinds begin)	0,64	0,57

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	29,6%	24,9%
> € 2 miljard	5,4%	55,8%
> € 1 miljard	34,9%	19,3%
> € 500 miljoen	7,5%	0,0%
< € 500 miljoen	22,6%	0,0%

Gewogen geografische omzetverdeling

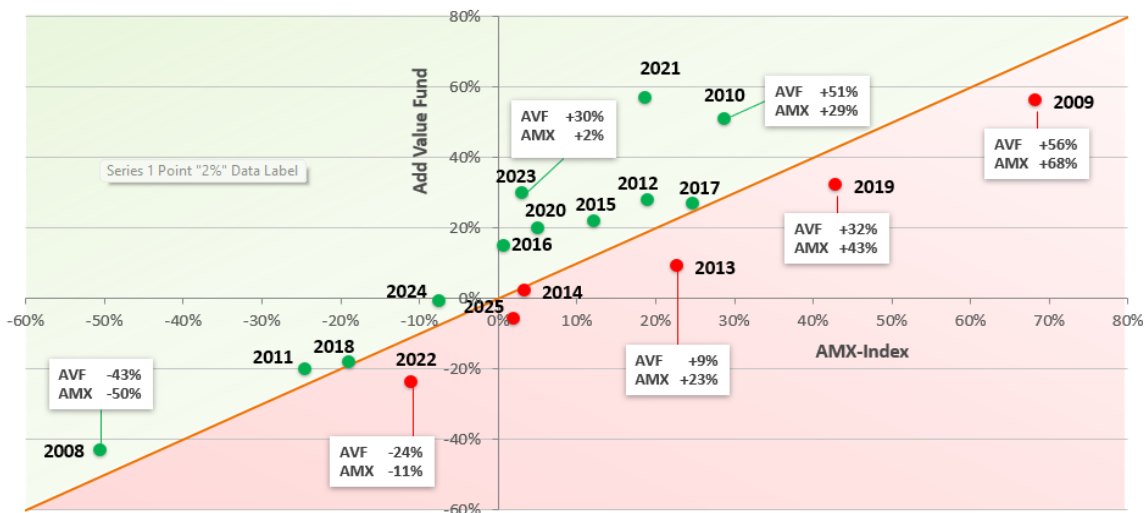


Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁴	18,4	12,3
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁵	14,7	10,6
Dividendrendement ²⁰²⁴	3,3%	6,0%
Dividendrendement ²⁰²⁵	4,0%	3,5%



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.