

DERDE KWARTAALBERICHT 2025

NAV:
€ 106,78

AuM:
€ 155.708.501

QTD:
+1,30%

YTD:
+12,21%



Kwartaalbericht

De Nederlandse aandelenmarkten hadden over het algemeen een goed derde kwartaal. De AEX-Index steeg met +4,0% naar 942,78, de Amsterdam Midkap Index daalde met -1,0% en eindigde op 893,8 en de Amsterdam SmallCap Index koerste +7,0% hoger naar 1.599,6.

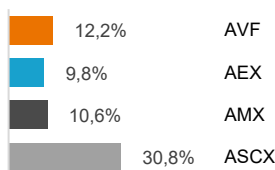
De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in het derde kwartaal met +1,3% van € 105,41 naar € 106,78. Over de eerste negen maanden van 2025 werd een totaal beleggingsresultaat (inclusief herbeleggen dividend) na kosten van +12,2% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 30 september 2025 bedroeg € 155,7 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 153,3 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind september een creditsaldo en overige overlopende posten van 1,5% van het fondsvermogen.

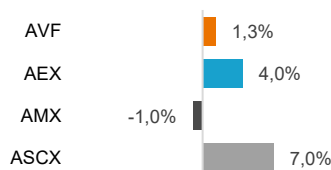
- 1) In het derde kwartaal realiseerden 4 van de 11 participaties (= 36%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 6 van de 11 participaties (= 55%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen kwartaal presteerde **Nedap** het beste in de portefeuille. De onderneming kwam met uitstekende halfjaarcijfers;
- 3) De zwakst presterende participatie was **Planisware**. De koersdaling werd veroorzaakt doordat de onderneming zijn omzetverwachting verlaagde voor 2025, door zorgen over de impact van AI en door de politieke malaise in Frankrijk.

Rendement

%-verandering 2025 (incl. dividend)

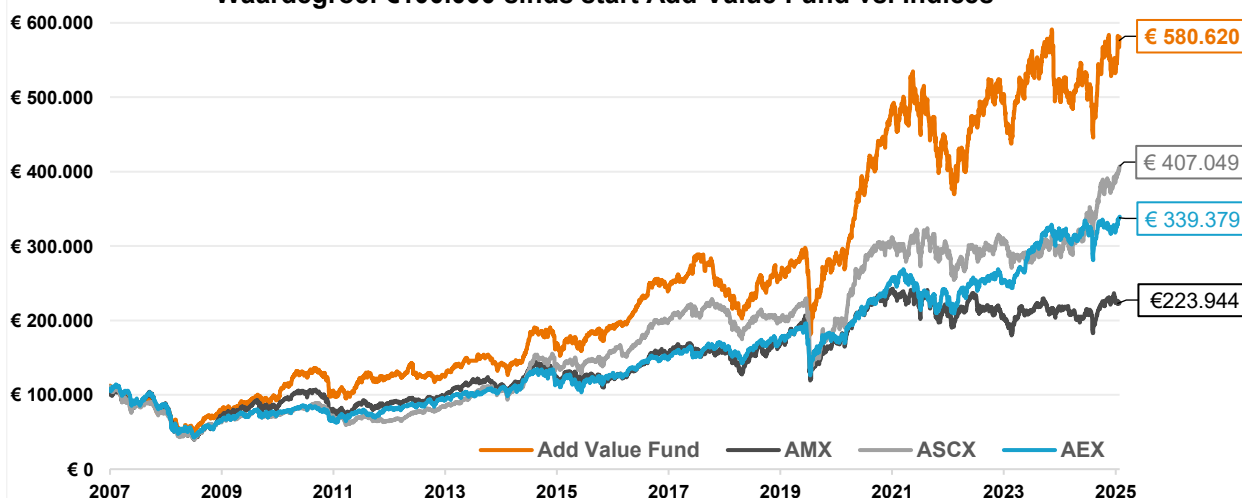


%-verandering kwartaal (incl. dividend)



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 minste stijgers	in %
1. Nedap	18,7%	1. Nedap	31,2%	1. Planisware	-17,6%
2. ASM	17,7%	2. Kendrion	21,8%	2. Sif Holding	-14,6%
3. Besi	17,1%	3. Acomio	3,8%	3. Aalberts	-9,0%

Waardegroei €100.000 sinds start Add Value Fund vs. Indices

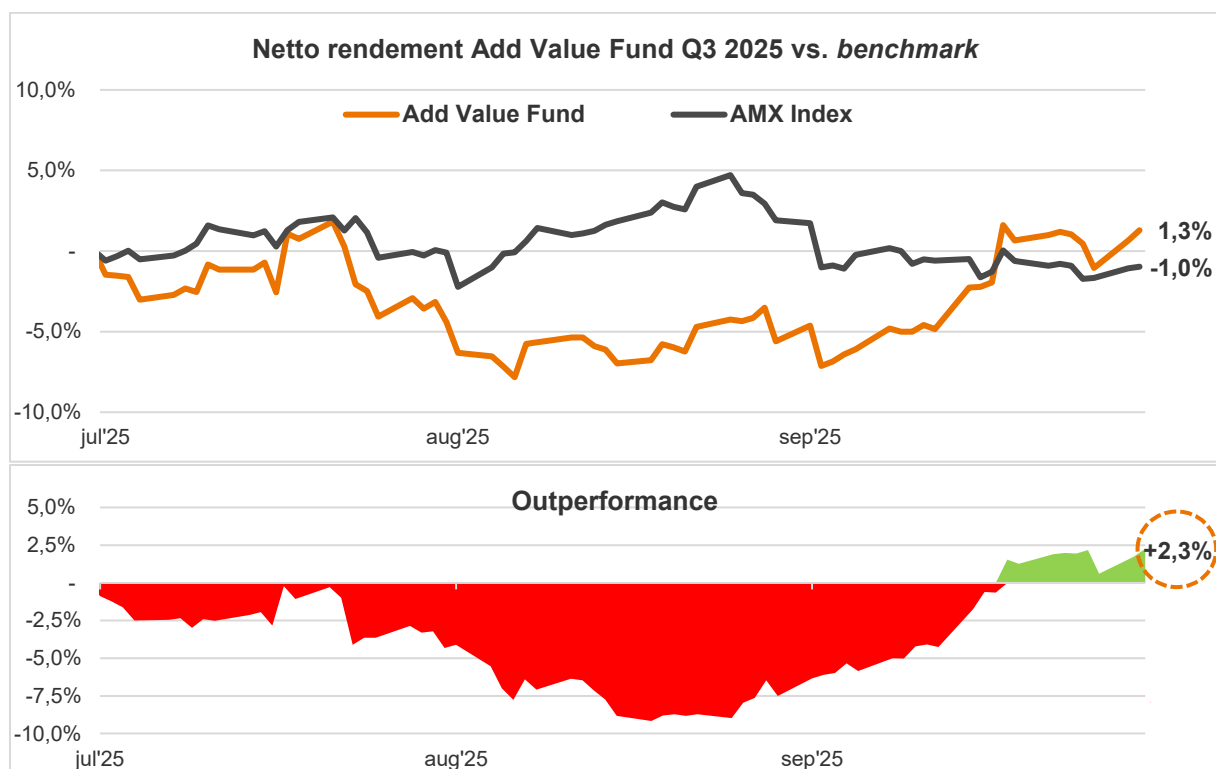


Inleiding

Na een ijzersterk tweede kwartaal (+17,9%) behaalde Add Value Fund in het derde kwartaal een netto rendement van +1,3%. De intrinsieke waarde per aandeel steeg per ultimo juni van € 105,41 naar € 106,78 per ultimo september. Onze *benchmark*, nu de Amsterdam Midkap Index op herbeleggingsbasis (RAMX), nadat de VanEck AMX-ETF op 23 september jl. is gestopt, daalde in het derde kwartaal met 1%. De *outperformance* van 2,3 procentpunt netto rendement werd voornamelijk gerealiseerd door twee *star performers* in onze portefeuille, Nedap en Kendrion. Deze participaties lieten in het derde kwartaal sterke koersstijgingen zien van respectievelijk +31% en +22%, en een performancebijdrage van maar liefst 5 en 1 procentpunt rendement.

“Na een ijzersterk tweede kwartaal (+17,9%) behaalde Add Value Fund een netto rendement van +1,3% in het derde kwartaal”

Over de eerste drie kwartalen van 2025 behaalde Add Value Fund per saldo een netto rendement (koerswinst + herbelegd dividend) van +12,2%, terwijl de *benchmark* over dezelfde periode met +9,8% in waarde steeg. Hiermee presteerde Add Value Fund 2,4 procentpunt netto rendement beter dan de *benchmark*.



Netto rendement Q3 2025 Add Value Fund versus AMX Index, en outperformance AVF versus AMX Index. Bron: Refinitiv.

In dit kwartaalbericht geven wij een uitgebreide toelichting op de belangrijkste ontwikkelingen van onze participaties in portefeuille en de vooruitzichten. Daarnaast gaan we dieper in op de reden waarom wij ons beleggingsuniversum gaan uitbreiden buiten Nederland. Dit keer vertellen we over onze 3-daagse *fieldtrip* naar het Verenigd Koninkrijk waar wij diepgaand onderzoek hebben gedaan naar twee Engelse bedrijven. Ook hebben wij de *Investor Day* van onze participatie ASM in Londen bezocht, waarover we in ons eerstvolgende maandbericht uitgebreid verslag van zullen doen.

Veel leesplezier!

Ontwikkelingen participaties in portefeuille

Het derde kwartaal verliep onstuimig nadat de meeste van onze participaties na de tweede kwartaalcijfers c.q. halfjaarcijfers, die vanaf medio juli werden gepubliceerd, niet konden voldoen aan de hooggespannen verwachtingen van analisten en beleggers. Dit leidde tot scherpe koersreacties met koersdalingen (Aalberts, ASM en Basic-Fit) tot wel 15%, maar gelukkig waren er ook participaties, zoals Nedap en Acomo, die op de dag van hun cijfers positief verrasten en werden beloond met forse koersstijgingen tot wel 10%. In tegenstelling tot de marktconsensus voldeden de meeste participaties wel aan onze verwachtingen, behalve Aalberts, Sif Holding en TKH Group die na de halfjaarcijfers alle drie de winstverwachtingen voor dit jaar neerwaarts moesten bijstellen. Daarentegen kwamen Acomo, Kendrion en Nedap met betere kwartaalcijfers naar buiten dan wij hadden voorzien. De overige participaties presenteerden kwartaalcijfers die min of meer in lijn lagen met onze verwachtingen.

Ondanks dat we naar aanleiding van de tweede kwartaalcijfers een aantal winsttaxaties zowel naar boven als naar beneden hebben moeten bijstellen, is de verwachte gewogen winstgroei van de portefeuille van tenminste 25% in 2025 ongewijzigd gebleven. De veiligheidsmarge die wij altijd aanhouden is daarentegen wel afgenomen.

Zoals we in onze maandberichten van [juli](#) en [augustus](#) al uitgebreid op de tweede kwartaalcijfers van onze participaties hebben toegelicht, willen wij graag in dit kwartaalbericht aandacht schenken aan de belangrijke en grote desinvesteringssplannen die onze industriële participaties Kendrion en TKH Group recent hebben aangekondigd. De veranderingen die dit teweegbrengt voor het groei- en margeprofiel van deze twee 'mini-conglomeraten' zijn omvangrijker en positiever dan wij aanvankelijk hadden voorzien.

Conglomeraat discount zal kleiner worden

In eerdere maandberichten hebben we al aangegeven dat zowel [Kendrion](#) als [TKH Group](#) tegen een significante discount noteren van tientallen procenten ten opzichte van hun som-der-delen waardering. Om deze zogenaamde conglomeratendiscount te verkleinen heeft de wereldmarktleider in elektromagneten en systemen, Kendrion, de laatste jaren al flinke stappen gezet. Met de recente aankondiging om haar Chinese, voornamelijk automobiellactiviteiten, te verkopen voor € 70 miljoen en het uitfaseren van de remactiviteiten in Roemenië met langetermijnpartner Knorr-Bremse, zijn alle automobiellactiviteiten verkocht. Vanaf volgend jaar is Kendrion alleen nog maar actief in de winstgevendere en aantrekkelijke industriële markt.

Met een waardestijging dit jaar van ruim 40% (koerswinst + dividend) leidt deze aankondiging en focus al tot een herwaardering van het aandeel. Desondanks heeft de onderneming nog een lange weg te gaan om het volledige (groei)potentieel van het 'nieuwe' Kendrion te benutten en de verborgen waarde te ontsluiten.

Een gedeelte van de netto verkoopopbrengst wordt ingezet om tegen deze lage waardering voor € 10 miljoen eigen aandelen in te kopen en daarnaast keert de onderneming een speciaal dividend uit van € 1 per aandeel (circa € 15 miljoen). Tegen de huidige beurskoers van € 14,- is dat een vorstelijk dividendrendement van ruim 7%. Het restant van de verkoopopbrengst wordt aangewend om de netto schuldpositie van € 97 miljoen te verkleinen en om eventuele overnames te doen. Wij hadden liever gezien dat de onderneming meer geld had uitgetrokken om eigen aandelen in te kopen en minder dividend uit te keren. Immers, dividend gaat ten laste van het eigen vermogen en creëert daardoor geen aandeelhouderswaarde terwijl inkoop van eigen aandelen de winst per aandeel laat stijgen.

Desondanks is deze bedrijfstransformatie en kapitaalruggave van € 25 miljoen aan aandeelhouders een positieve ontwikkeling om waarde te creëren en de lage *automotive* waardering om te buigen naar een industriële waardering die doorgaans 30% tot 50% hoger ligt. Door de goede halfjaarresultaten, de omzet steeg met 3% naar € 158 miljoen en de EBITDA zelfs met 14% naar ruim € 23 miljoen, is Kendrion goed op weg om de EBITDA-marge doelstelling van minimaal 15% dit jaar te realiseren. Als Kendrion de komende jaren erin slaagt om de EBITDA-marge verder te verbeteren richting de bovenkant van de aangegeven bandbreedte van 15% tot 18% en de omzet jaarlijks autonoom te laten groeien met circa 5%, dan ligt een verdere herwaardering van het aandeel in het verschiet richting de € 20,-, oftewel een opwaarts koerspotentieel van nog bijna 50%, exclusief de nog te ontvangen dividenden.

Ook TKH heeft zich de laatste jaren al voorbereid om de glasvezelkabelactiviteiten in de etalage te zetten. Op de *Capital Markets Day* van 25 september jl. verraste de onderneming ons door nog grotere en rigoureuzere stappen te zetten om zelfs de gehele kabelactiviteiten af te stoten. Dit betekent dat de van oorsprong Twentsche Kabelfabriek, opgericht in 1930 door Johannes Cornelis van der Lof te Haaksbergen, haar *roots*, het maken van elektriciteitskabels, gaat opgeven. Voor de huidige CEO Alexander van der Lof, sinds 1985 in dienst bij TKH en kleinzoon van de oprichter, is dit een majeure stap die wij niet hadden zien aankomen.

In concreto betekent het dat zowel de *onshore* als de *offshore* kabelactiviteiten, dus ook de 'gloednieuwe' en € 150 miljoen kostende *inter-array* kabelfabriek te Eemshaven, zullen worden verkocht. In de toelichting en verschillende presentaties op de *Capital Markets Day* maakte het management duidelijk dat de kapitaal intensieve en minder renderende kabelactiviteiten niet meer passen binnen het mini-conglomeraat. De focus komt nu volledig te liggen op *Automation*, oftewel de 2D en 3D slimme industriële- en beveiligingscamera's (voorheen Smart Vision divisie) en de bandenbouwmachines van VMI (voorheen Smart Manufacturing divisie). Deze twee kernactiviteiten zijn veel minder kapitaal intensief en hebben een veel hogere EBITA-marge dan de kabelactiviteiten. Net als bij Kendrion zal het margeprofiel van het 'nieuwe' TKH aanzienlijk verbeteren. Het management heeft zich ten doel gesteld dat het overgebleven *Automation* bedrijf jaarlijks tussen de 5% en 7% in omzet zal groeien met een EBITA-marge tussen de 17% en 19% (H1 2025: 9,3%) en een rendement op het geïnvesteerde kapitaal tussen de 25% en 30%. Wij vinden deze financiële doelstellingen voor 2028 realistisch aangezien dat de camera- en bandenbouwactiviteiten deze *targets* in het verleden al nagenoeg hebben gerealiseerd.

Het management was nog niet geheel duidelijk in welke vorm de kabelactiviteiten worden verkocht, waarbij een aparte beursnotering of een minderheidsbelang in een nieuwe kabelonderneming ook tot de mogelijkheden behoren. Over de verkooptermijn en de kapitaalallocatie van de verkoopopbrengst was men wel duidelijk. Gezien de onzekerheid die de verkoop met zich meebrengt bij klanten, toeleveranciers en medewerkers wil TKH het verkooptraject van de verschillende kabelactiviteiten binnen 12 tot 18 maanden afronden. Het belangrijkste voor ons als lange termijn en actieve aandeelhouder is wat de totale kabelactiviteiten zullen opbrengen en welk gedeelte daarvan en in welke vorm terug zal worden gegeven aan de aandeelhouders. In de eerdere maandberichten hebben we een waardeberekening gemaakt van de verschillende bedrijfsonderdelen om de enorme discount ten opzichte van de beurskoers aan te geven. Daarin zat nog niet de volledige waarde verwerkt van de nieuwe kabelfabriek in Eemshaven en de *inter-array* activiteiten, aangezien de fabriek nog niet operationeel was. In de [som-der-delen analyse van augustus 2024](#) kwamen we voor alle kabelactiviteiten uit op een bedrijfswaarde van circa € 950 miljoen, oftewel ruim 60% van de huidige beurswaarde van TKH. Een kleine kanttekening dienen wij wel te maken bij deze berekening vanwege het feit de kabelfabriek in Eemshaven nog niet op volle toeren draait en nog kleine productieproblemen kent. Daarnaast hebben de Europese glasvezelactiviteiten het afgelopen jaar te kampen gehad met overcapaciteit en lagere prijzen waardoor de marges en het resultaat fors onderdruk stonden. Daarentegen zijn de marktomstandigheden bij de onshore kabelactiviteiten, waar TKH in Nederland veruit marktleider is, de afgelopen maanden aanzienlijk verbeterd. Naar onze mening zou op dit moment alle kabelactiviteiten een realistische waarde vertegenwoordigen van tenminste € 750 miljoen. Als het management de komende 12 tot komende 18 maanden de operationele marge van de kabelactiviteiten weet te verbeteren richting een EBITA-marge van 10% of meer, dan zit er waarschijnlijk meer in het vat.

De glasvezeldivisie en overige niet-kernactiviteiten met een totale omzet van € 250 miljoen zullen zeer waarschijnlijk als eerste worden verkocht. De verkoopopbrengst daarvan zal worden aangewend voor inkoop eigen aandelen en het uitkeren van dividend. Na aandringen van ons op de AvA afgelopen mei om het dividendbeleid beter af te stemmen op de kapitaalallocatie, lees minder dividend uit te keren en meer aandelen in te kopen gezien de enorme discount ten opzichte van de som-der-delen van € 84,- per aandeel, heeft TKH besloten om een maximaal dividendrendement van 3% in te voeren. Dit komt er in feite op neer dat naarmate de beurskoers c.q. waardering laag staat er minder dividend wordt uitgekeerd en meer eigen aandelen worden ingekocht en vice versa, met dien verstande dat de *pay-out ratio* ongewijzigd blijft tussen 40% en 70% van de nettowinst voor amortisatie.

Wij zijn nog niet helemaal tevreden over deze vorm c.q. formule voor de kapitaalallocatie maar is wel een aanzienlijke verbetering ten opzichte van het oude beleid. Met de transformatie naar een volledig *Automation* bedrijf

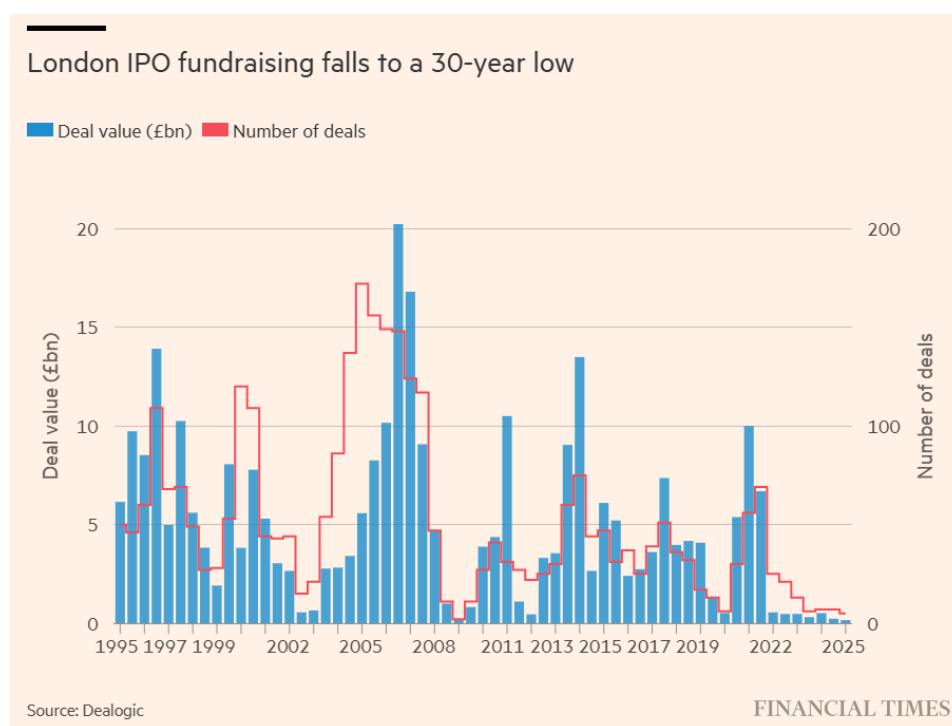
met hogere marges, lagere kapitaalintensiteit en een betere kapitaalallocatie voor aandeelhouders, verwachten wij dat de enorme discount van tientallen procenten ten opzichte van de som-der-delen na het uitvoeren van de desinvesteringen, weliswaar afhankelijk van de verkoopopbrengst en snelheid, geleidelijk zal verdwijnen. Als eenmaal de verborgen waarde en het groeipotentieel duidelijk wordt bij analisten en beleggers, kan de beurskoers binnen afzienbare tijd verdubbelen. Met name als de nadruk komt te liggen op het inkopen van eigen aandelen in plaats van het uitkeren van dividenden. Zoals eerder aangehaald: je creëert met het uitkeren van dividenden geen aandeelhouderswaarde, maar met het inkopen van eigen aandelen wel!

Het Verenigd Koninkrijk raakt uit de gratie

In het [tweede kwartaalbericht](#) van 2025 beschreven wij de karakteristieken van de Zwitserse kapitaalmarkt. Als een open en innovatieve economie heeft Zwitserland historisch de ontwikkeling van vooraanstaande technologie en hoogwaardige productie gestimuleerd, en bezit de Zwitserse beurs als resultaat meerdere kwaliteitsondernemingen die wij nauwlettend blijven volgen. In het huidige bericht willen wij u meenemen naar het volgende nieuwe land in ons beleggingsuniversum: het Verenigd Koninkrijk.

De Londense beurs; van Europees marktleider tot achterblijver

De Londense beurs, ooit het paradepaardje van Europa, is tegenwoordig uit de gratie. Met slechts vijf beursgangen en £ 160 miljoen aan opgehaald kapitaal in de eerste jaarhelft van 2025, beleeft Londen haar slechtste start in meer dan drie decennia – inclusief de kredietcrisis van 2008/09.

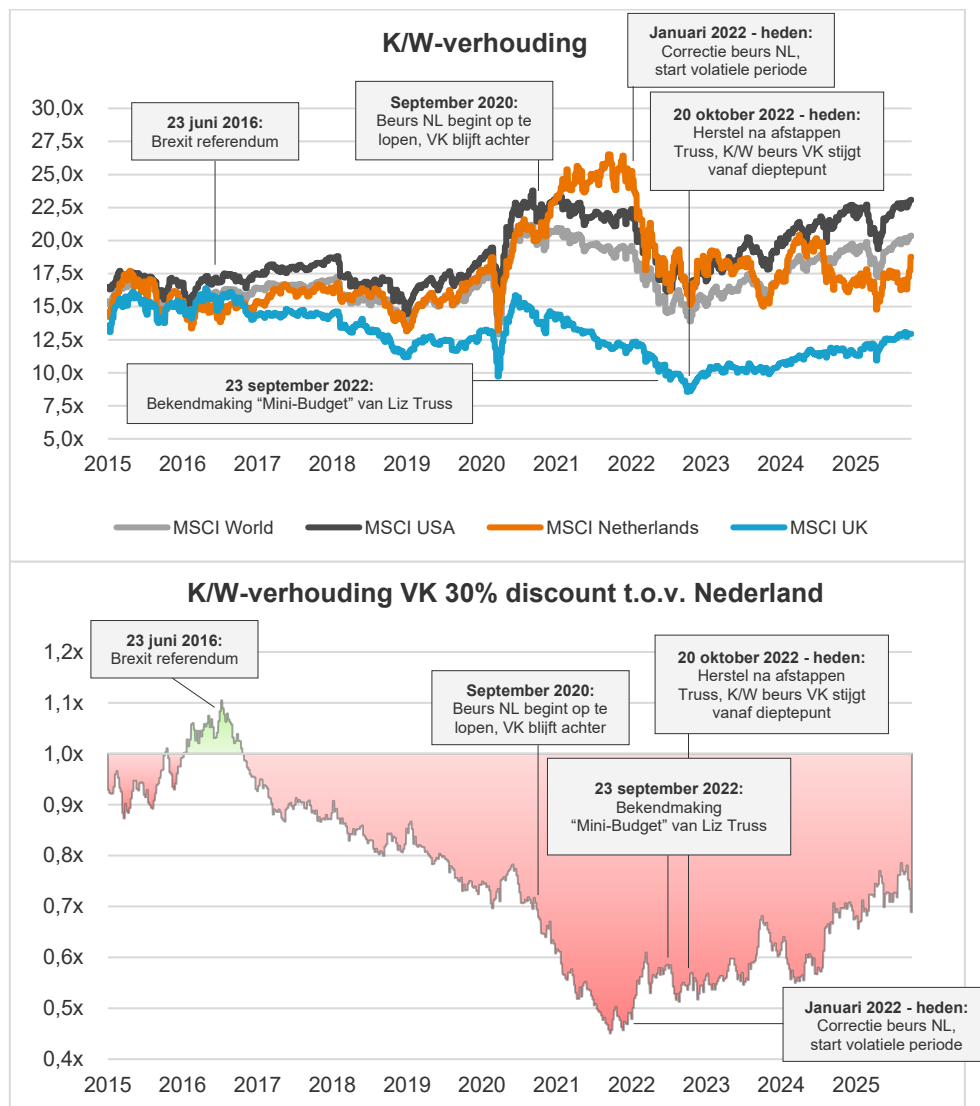


Aantal beursgangen en totaal opgehaald kapitaal (£ mld) 1995-2025. Bron: [Financial Times](#).

Sinds 2022 zijn het aantal beursgangen wereldwijd schaars gebleven. Wereldwijde centrale banken besloten toen om de rentestanden omhoog te schroeven om de aanhoudende inflatie volgend op de COVID-pandemie in toom te houden. Omdat beleggers in een economische omgeving met stijgende kapitaalmarktrentes een hoger rendement vereisen, zorgt een stijgende beleidsrente van centrale banken voor dalende aandelenwaarderingen en beurskoersen – immers de verwachte contante kasstromen worden minder waard bij een hogere rente waardoor de toekomstige bedrijfswaarde daalt. Eigenaren van private ondernemingen die in deze periode naar de

beurs wilden gaan besloten massaal tot uitstel, in de hoop dat zij na een paar jaar wachten op een eventuele rentedaling hogere waarderingen voor hun bedrijven zouden kunnen realiseren.

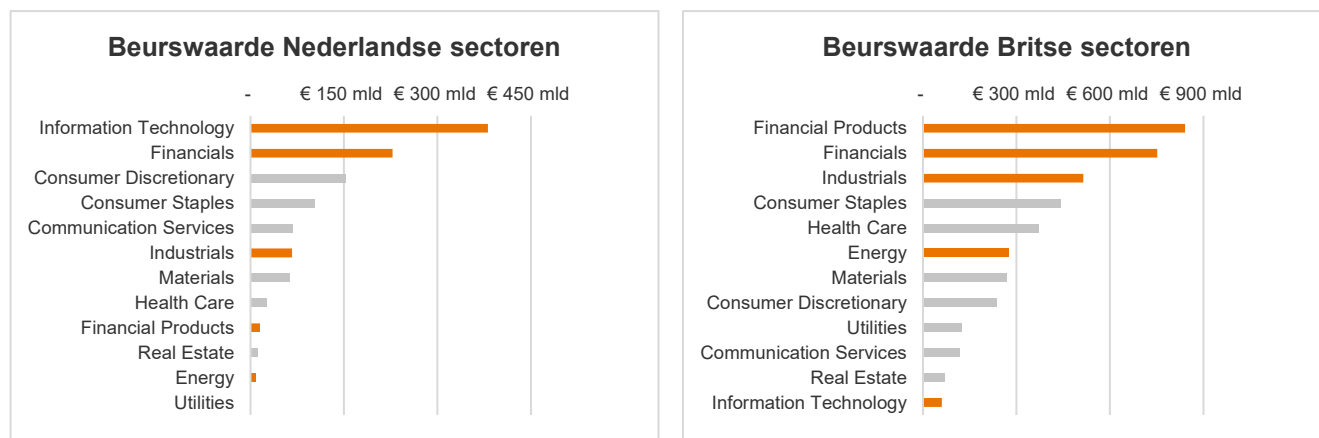
Hoewel de kapitaalmarktrentes inmiddels weer zijn gedaald, lijken de waarderingen op de Londense beurs nog niet te zijn hersteld naar de pre-COVID niveaus. En dat terwijl aandelenwaarderingen in de rest van de wereld hun oude niveaus al ver voorbij zijn. Hier zijn meerdere redenen voor, met als voornaamste dat de Brexit het Verenigd Koninkrijk minder aantrekkelijk heeft gemaakt als bestemming voor buitenlandse bedrijven om kapitaal aan te trekken. Minder gunstig fiscaal beleid en politieke onrust in de recente jaren hebben hier ook niet bij geholpen. Vergeleken met wereldwijde aandelenwaarderingen (MSCI World), Amerikaanse (MSCI USA) maar ook ten opzichte van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven, zijn de koerswinstverhoudingen van Britse bedrijven na de Brexit referendum fors achtergebleven (zie grafiek hieronder).



Koers/Winstverhoudingen van MSCI World, USA, Netherlands en UK Indexen 01/01/2015 tot 30/09/2025, en K/W-verhouding MSCI UK Index relatief aan K/W-verhouding MSCI Netherlands Index. Bron: Refinitiv.

Wat de bovenste grafiek laat zien, is dat de relatief lage koerswinstverhouding niet alleen het resultaat is van dalende aandelenwaarderingen in het VK, maar ook een sterke stijging van aandelenwaarderingen in Nederland na de COVID-pandemie. De hogere weging van de halfgeleiderindustrie in de MSCI Netherlands Index met chipmachinemaker ASML voorop als grootste individuele weging in de index – en onze participaties ASM en Besi – heeft significant bijgedragen aan de stijging van de koerswinstverhouding van deze unieke en succesvolle Nederlandse halfgeleiderbedrijven. Het VK is daarentegen sterk ondervertegenwoordigd in de

halfgeleiderindustrie. Terwijl één derde van de totale beurswaarde van de Amsterdamse beurs afkomstig is van de IT-sector – wat voor 99% bestaat uit ASML, ASM en Besi – telt de beurswaarde van alle IT-bedrijven genoteerd aan de Londense beurs mee voor slechts 1,5% van de totale beurswaarde.



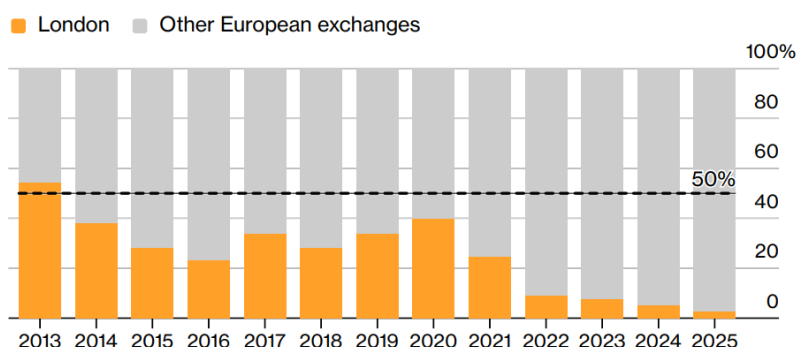
Vergelijking totale marktkapitalisatie van sectoren op de Nederlandse en Britse beurzen op 3/10/2025. Bron: Refinitiv.

Op de Londense beurs is juist de 'oude' economie oververtegenwoordigd: bedrijven die vooral actief zijn in de financiële-, industriële- en energiesector. Wat verder opvalt uit bovenstaande grafieken is dat de waarde van Britse beursgenoteerde financiële producten, in tegenstelling tot Nederland, met afstand de grootste sector is. Dit reflecteert de historische status van Londen als financieel hart van Europa, dat ondanks de afnemende populariteit nog steeds een belangrijk centrum voor kapitaal blijkt te zijn. Het VK blijft immers een natuurlijke brug tussen het Europese vasteland en Noord-Amerika. Amerikaanse investeerders vinden het makkelijker om een buitenlands kantoor te openen in een land waar de lokale bevolking dezelfde taal spreekt en de cultuur het meest vergelijkbaar is met het thuisfront. Voor Europeanen kan het op dezelfde manier makkelijker zijn om in Londen, relatief dichtbij huis, Amerikaans kapitaal aan te trekken.

Toch beginnen de Britten zich zorgen te maken. Data van Bloomberg laat zien dat Europese ondernemingen over het afgelopen decennium steeds vaker kiezen voor een notering aan het vasteland, in plaats van het vroegere financiële hart van Europa. In 2013 werd via beursgangen nog meer dan de helft van al het Europese kapitaal opgehaald in Londen, maar in 2025 is dat nog slechts enkele procent.

UK's Proportion of European IPO Fundraising Declines

London used to contribute over half of European new listing volumes



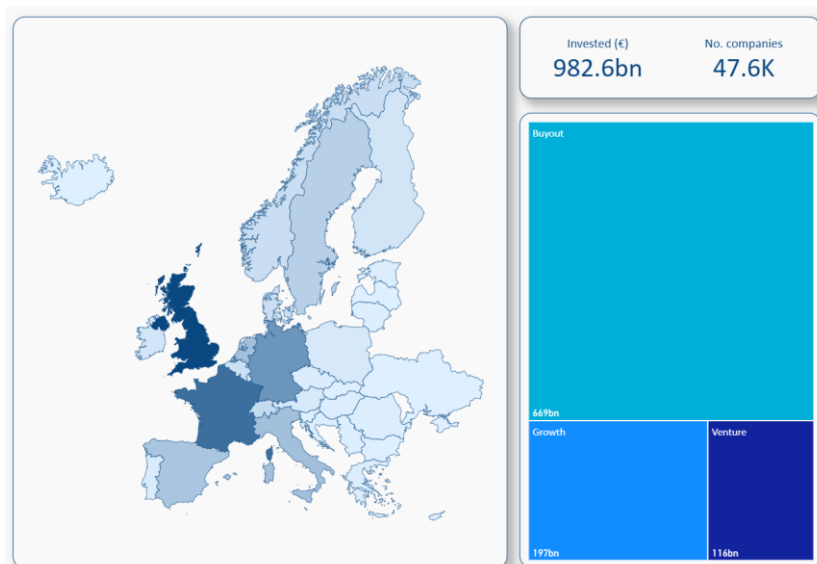
Source: Bloomberg

Note: Chart shows proportion of total European IPO volumes coming from London bourse versus other European venues. 2025 figures run through Sept. 30.

Verdeling kapitaal opgehaald via beursgangen in Europa 1/1/2013 tot 30/9/2025. Bron: [Bloomberg](#).

Naast het feit dat de lage waarderingen sinds de Brexit het minder aantrekkelijk maakt voor ondernemingen om kapitaal op te halen in het VK, zijn beleggers zich ook steeds meer gaan ergeren aan de 'Stamp-Duty' die in het VK wordt gehanteerd. Bij de aankoop van aandelen moeten beleggers 0,5% belasting betalen over de totale aankoopwaarde. Veel andere Europese landen, zoals Nederland en Zweden, hanteren deze belasting niet. Het is wel zo dat de dividendbelasting van 15%, die in Nederland geldt, ervoor heeft gezorgd dat Koninklijke Shell en Unilever hun Nederlandse fiscale status en hoofdnotering aan Euronext Amsterdam hebben verruild voor de Britse Plc-status en de Londen Stock Exchange.

Tegelijkertijd ziet Londen het aantal beursnoteringen sterk afnemen. Het [besluit](#) van het grootste Britse beursbedrijf, farmaceutisch AstraZeneca met een beurswaarde van £ 200 miljard om haar beursnotering te verplaatsen van Londen naar New York zorgde voor veel opschudding in het Verenigd Koninkrijk. Hoewel het bedrijf heeft [aangegeven](#) haar notering in Londen te behouden, en haar hoofdkwartier toch in het VK te laten staan, is deze beweging een teken aan de wand. Wat ook niet helpt is dat Londen bezit over de hoogste dichtheid aan actieve *private equity* fondsen in Europa, die maar al te graag bedrijven van de lokale beurs halen tegen de huidige lage waarderingen. Zo [bood](#) KKR recentelijk £ 41,75 per aandeel om het *high-tech* instrumentatiebedrijf Spectris over te nemen tegen een premie van ruim 100% op de laatst gedane beurskoers voorafgaand aan de bieding.



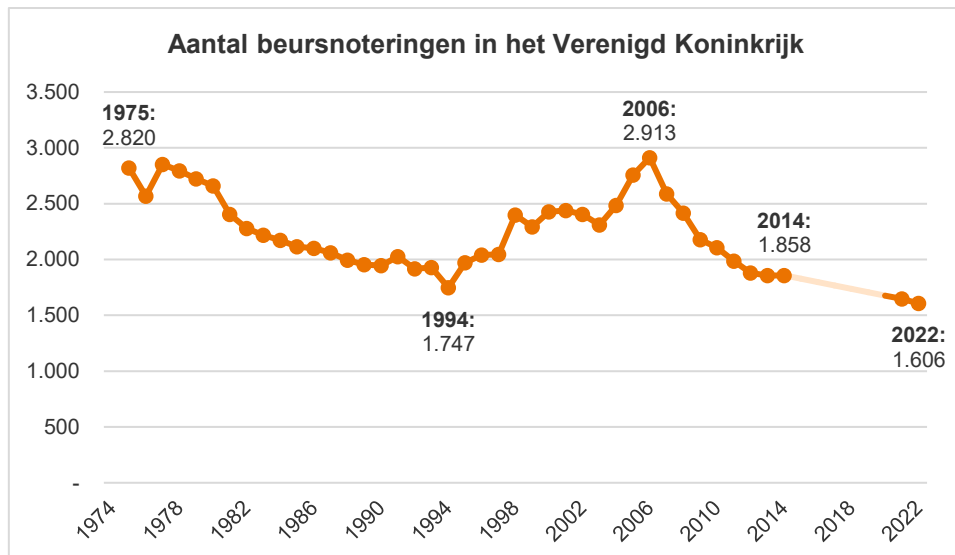
Kapitaal geïnvesteerd door private equity fondsen gevestigd per land in Europa 2015-2024.

Donkere kleur = meer kapitaal geïnvesteerd door lokaal gevestigde fondsen. Bron: [Invest Europe](#).

Kwantiteit en nieuw aanbod droogt op en kwaliteit is schaars

Toenemende overnames en het lage aantal nieuwe beursintroductions raken ons universum in het Verenigd Koninkrijk. Met name kleinere bedrijven, de zogenaamde *small-* en *midcaps*, worden vanwege de relatieve lage waarderingen van de beurs gehaald. En vanwege die relatieve lage waarderingen komen er nauwelijks nieuwe bedrijven naar de beurs waardoor het aantal beursnoteringen de afgelopen jaren sterk afneemt. Vanaf de piek in 2006 tot en met 2022 is het aantal beursnoteringen met maar liefst 45% afgenomen: van ruim 2.900 naar 1.606 beursgenoteerde bedrijven (zie grafiek hieronder).

Als gevolg hiervan zie je dat de kwalitatief goede bedrijven die nog overblijven tegen bovengemiddeld hogere waarderingen genoteerd staan omdat beleggers minder keuze hebben en daarmee de aandelenkoers opdrijven. Het is dus zoeken met een 'zaklamp' naar bedrijven met de juiste activiteiten tegen een aantrekkelijke waardering.

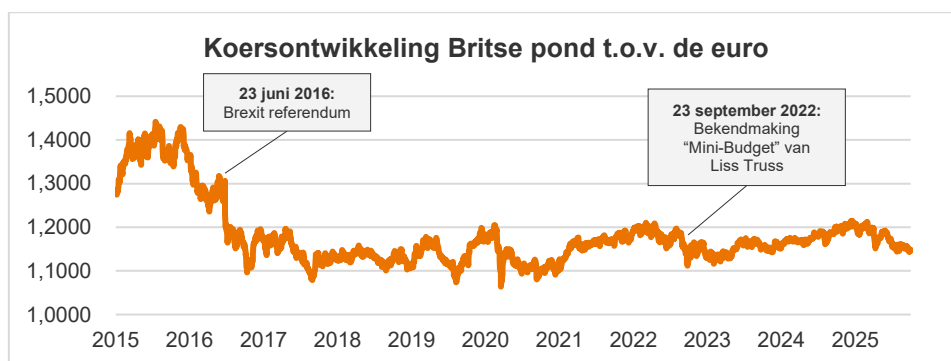


Aantal beursnoteringen in het Verenigd Koninkrijk 1975-2022. Data over de periode 2015-2020 is niet beschikbaar. Bron: [Wereldbank](#).

Wij hebben na diepgaand onderzoek ondervonden dat er slechts een handjevol bedrijven voldoen aan onze strenge beleggingscriteria. Omdat de *Investor Day* van ASM dit jaar wederom plaatsvond in Londen, konden wij bedrijfsbezoeken van de twee meest interessante *investment cases* in het VK combineren. Deze twee bedrijven opereren in twee uiterst verschillende eindmarkten, maar hun *businesses* zijn zeer cash-generatief en hebben als marktleider sterke marktposities in hun respectievelijke eindmarkten.

Na de gesprekken zijn wij echter tot de conclusie gekomen dat deze bedrijven (nog) niet helemaal voldoen aan onze strenge beleggingscriteria. Beide bedrijven laten twijfels achter of het uitstekende *track record* van de afgelopen 10 jaar ook in de toekomst kan worden waargemaakt. Voor het ene bedrijf geldt dat structurele margedruk vanuit softwareleveranciers de winstgevendheid op de langetermijn kan aantasten, én dat het bedrijfsmodel internationaal, zowel organisch als via overnames, moeilijk is uit te rollen. Voor het andere bedrijf hebben wij twijfels of de indrukwekkende historische omzetgroei kan worden voortgezet tegen aantrekkelijke marges. Dit soort ontwikkelingen zouden voor beide bedrijven kunnen leiden tot een lagere groei van de winst per aandeel dan wij vereisen van onze participaties. En een lagere winstgroei kan uiteindelijk leiden tot een *de-rating* van de waardering op de beurs.

Daarnaast moeten wij ook rekening houden met het valutarisico. Na de Brexit is de waarde van de Britse pond ten opzichte van de euro aanzienlijk gedaald en sindsdien niet meer hersteld. Ook dit jaar is de Britse pond vijf procent zwakker geworden ten opzichte van de euro. Vanwege de valutarisico's bouwen wij een extra veiligheidsmarge in bij de berekening van onze rendementsdoelstellingen van ten minste 10% op jaarbasis.



Verloop wisselkoers GBP/EUR 1/1/2015 tot 30/9/2025. Bron: Refinitiv.

Ondanks de misère op de Londense beurs, zijn er overigens ook lichtpuntjes te vinden. Volgens Bloomberg is het Europese softwarebedrijf Visma van plan om volgend jaar een beursnotering aan te vragen in Londen. Met een waardering van € 19 miljard tijdens de meest recente verkoop van aandelen eind 2023, zal dit waarschijnlijk een van de grootste beursgangen van Europa worden. Ondanks de barrières die door de Brexit zijn ontstaan, blijft het Verenigd Koninkrijk een aantrekkelijke locatie voor bedrijven en beleggers om kapitaal op te halen en te investeren. Vooral gezien de omvangrijke financiële sector in Londen, met veel *private-equity* fondsen die vanwege de lage waarderingen momenteel langer dan gewenst hun portefeuillebedrijven moeten vasthouden, hebben wij vertrouwen dat er op termijn weer voldoende beursgangen plaatsvinden van (hopelijk) kwalitatief goede bedrijven.

Conclusie

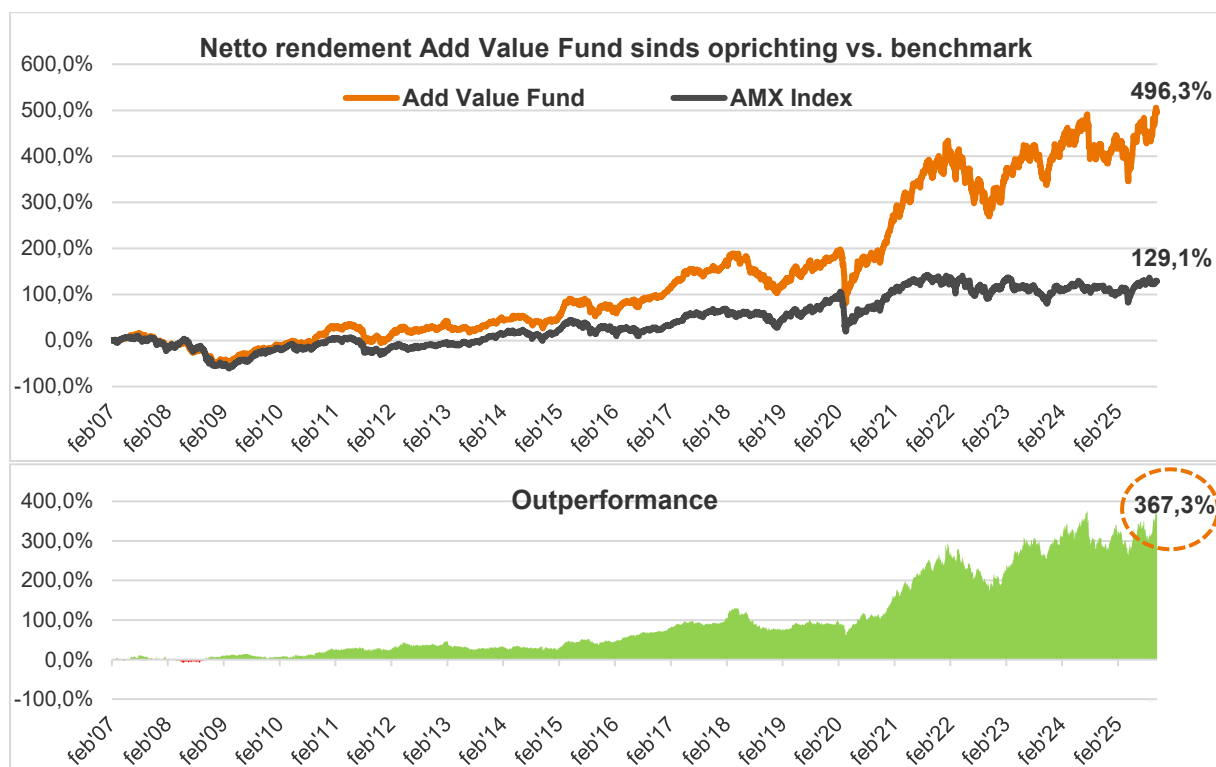
Sinds de Brexit zit de kapitaalmarkt in het Verenigd Koninkrijk in het slop. Door een exodus van beursnoteringen naar het buitenland, veel overnames en weinig nieuwe beursgangen, is het aantal beursnoteringen op de Londense beurs op een dieptepunt beland. Ondanks de omvangrijke financiële sector en de historische status als financieel hart van Europa, is Londen zijn glans verloren. Euronext Amsterdam is al enkele jaren op rij de grootste beurs qua *traded value* in Europa, en is daarmee de Londen Stock Exchange ruimschoots voorbijgestreefd.

Nieuwe wetgeving om grote Engelse pensioenfondsen meer te laten beleggen in eigen land zou een eerste stap kunnen zijn. Ook het afschaffen van de *Stamp Duty* van 0,5% op aankooptransacties zou de interesse van (buitenlandse) beleggers weer kunnen vergroten. Ondanks diepgaand onderzoek en gesprekken met meerdere bedrijven op onze *watchlist*, hebben wij vooralsnog geen aantrekkelijke kwaliteitsbedrijven gevonden die voldoen aan onze strenge beleggingscriteria. Dat er relatief veel bedrijven in oude traditionele sectoren (farmacie, banken, verzekeraars, mijnbouw, etc.) op de Londense beurs zijn vertegenwoordigd, terwijl wij juist focussen op hoogtechnologische en innovatieve bedrijven, maakt de zoektocht niet makkelijker.

Desondanks blijven wij speuren naar beleggingskansen en zullen we de Londense beurs scherp in de gaten houden met het oog op toekomstige beursgangen van kwaliteitsbedrijven. Zoals altijd, blijven we uiterst selectief, kritisch en geduldig!

Vooruitzichten

De afgelopen weken hebben wereldwijde aandelenbeurzen de wind goed in de zeilen gehad waarbij veel nieuwe beursrecords werden behaald. Ook onze vaderlandse AEX-index bereikte een nieuwe *all-time high*. De beurskoers van Add Value Fund bereikte op 10 oktober jl. € 111,70, waarmee het oude record van € 110,83 op 15 juli 2024 werd overtroffen. Onze *benchmark*, de AMX-index op herbeleggingsbasis, staat nog 5% verwijderd van zijn hoogste koers uit 2021. De *outperformance* ten opzichte van de *benchmark* sinds onze oprichting 1 februari 2007 is inmiddels opgelopen tot maar liefst 367%-punt netto rendement, waarmee het rendementsverschil op een record staat.



Netto rendement Add Value Fund versus AMX Index sinds oprichting, en outperformance AVF versus AMX Index. Peildatum: 14/10/2025. Bron: Refinitiv.

Door de bekendmaking van enorme investeringen in kunstmatige intelligentie (AI), lees datacenters, herstelden de beurskoersen van onze zwaarstwegende participaties ASM en Besi de afgelopen maand met enkele tientallen procenten, weliswaar vanaf lage koersniveaus. De aandelen van beide unieke chipmachinefabrikanten staan nog ver verwijderd van hun *all-time high* beurskoersen uit 2024. Zowel ASM als Besi zullen op termijn profiteren van de honderden miljarden US dollars die de Amerikaanse *hyperscalers* (Amazon, Microsoft, Alphabet en Meta) de komende jaren zullen gaan investeren in nieuwe datacenters om hun cloudcapaciteit en AI-activiteiten uit te breiden.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Ook de Chinese techbedrijven Alibaba, Huawei, Tencent en Baidu zullen een duit in het zakje doen, maar de grootste aanjager van de AI-revolutie is het Amerikaanse OpenAI, bekend van de chatbot ChatGPT. Met een recente waardering van \$ 500 miljard is het nu met afstand het meest waardevolle *start-up* bedrijf ter wereld.

In ons [maandbericht van januari 2023](#) schreven wij al over OpenAI en de opkomst van kunstmatige intelligentie. We lieten zelfs een gedeelte van ons maandbericht schrijven door ChatGPT en stelden de chatbot de vraag wat voor invloed kunstmatige intelligentie zal hebben op de chipindustrie. Het antwoord was dat er meer rekenkracht en geheugencapaciteit nodig is om deze *Large Language Modellen* te trainen, waardoor de vraag naar reken- en geheugenchips fors zal toenemen.

Met de investeringsplannen die OpenAI de afgelopen weken bekendmaakte, in samenwerking met de Amerikaanse chipontwikkelaars Nvidia, AMD en Broadcom maar ook cloudprovider en softwareontwikkelaar Oracle, zijn vele honderden miljarden Amerikaanse dollars gemoeid. De in totaal ruim 20 Gigawatt (GW) aan *computing power* die OpenAI de komende jaren nodig denkt te hebben, zullen ervoor zorgen dat er meer dan duizend miljard (!) moet worden geïnvesteerd in AI-infrastructuur, lees datacenters, waaronder hardware, software en microchips. Volgens de oprichter en CEO van het meest waardevolle bedrijf ter wereld, chipontwikkelaar NVIDIA (beurswaarde \$ 4.400 miljard (!)), kost 1 GW aan *computing power* namelijk tussen de \$ 50 en \$ 60 miljard waarvan het grootste gedeelte, circa tweederde van het investeringsbedrag, opgaat aan microchips.

Veel beleggers twijfelen nog aan de soms vreemde financiële constructies die zijn opgetuigd, en of de enorme investeringen wel gefinancierd en terugverdiend kunnen worden. Mede-oprichter en CEO van OpenAI Sam Altman heeft onlangs aangegeven dat winst maken niet tot zijn top-10 zorgpunten behoort. De CFO zegt daarbij dat OpenAI *break-even* draait als ze de investeringen stopzetten maar dan laten ze een enorme kans schieten op het ongekenkende groeipotentieel.

Met ruim 800 miljoen gebruikers en een jaarlijkse omzet van nu circa \$ 13 miljard is ChatGPT de grootste 'chatbot' ter wereld. Als het bedrijf de omzetverdubbeling de komende jaren weet vast te houden, is de \$ 500 miljard waardering meer dan gerechtvaardigd en volgens kenners zelfs goedkoop. Alles valt en staat bij de AI-adoptie van consumenten en bedrijven, en het prijsmodel. Het bedrijf heeft in ieder geval recent \$ 60 miljard opgehaald waarmee ze 1 GW aan *computing power* kunnen financieren.

Of alle investeringsplannen van OpenAI en hun partners de komende jaren uitkomen, is moeilijk te voorspellen, maar dat AI een revolutie teweegbrengt is wel duidelijk. Door de ongekenkende vraag naar geavanceerde microchips zullen onze chipmachinemakers, ASM en Besi, er in ieder geval van gaan profiteren (!).

Vanaf morgen worden de derdekwartalcijfers van onze participaties gepubliceerd. *Star performer* in onze portefeuille, Nedap, komt als eerste naar buiten met een *trading update*. Wij verwachten een voortzetting van de goede gang van zaken na een uitstekend eerste halfjaar. Wij kijken met vertrouwen uit naar de kwartaalresultaten en vooruitzichten van de overige 10 participaties.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding voor 2025 van 17,2 en een gewogen dividendrendement van 2,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Amsterdam, 15 oktober 2025

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX
Startdatum	1 februari 2007	Cum. 480,6%	239,4%	123,9%	307,0%
Fondsvermogen	€ 155,7 mln	2025 12,2%	9,8%	10,6%	30,8%
Beurskoers	€ 106,46	2024 -0,7%	14,7%	-7,4%	9,3%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 106,78	2023 29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
Aantal uitstaande aandelen	1.458.284	2022 -23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2021 56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2020 20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Valuta	EUR	2019 32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
ISIN Code	NL0009388743	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%

Dividend	
Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,75
Ex-dividend datum	13 mei 2025
Dividendbeleid en -historie	Zie website

Rating	
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Gold
Morningstar Sustainability Rating	🌱🌱🌱🌱🌱

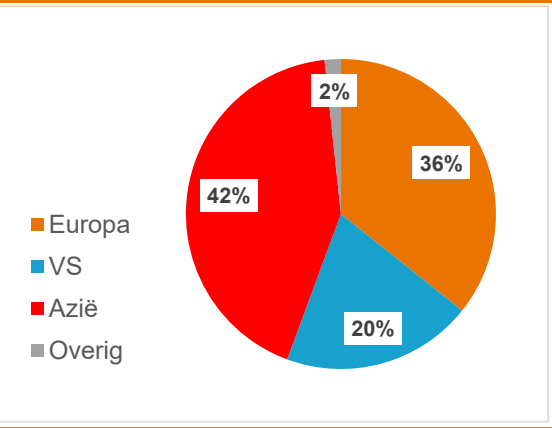
Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	11,3%	15,1%	15,5%	13,9%	9,9%
AMX-index	3,2%	4,8%	5,4%	6,8%	4,4%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 30-09-2025, Na kosten;
 Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX	Samenstelling naar beurswaarde		AVF	AMX
Schuld ratio	0,4	3,1	> € 5 miljard		34,8%	30,6%
% Positieve maanden	60,2%	59,3%	> € 2 miljard		4,5%	45,0%
% Positieve jaren	72,2%	66,7%	> € 1 miljard		15,8%	19,3%
Maximale drawdown	-56,6%	-64,2%	> € 500 miljoen		17,5%	5,1%
% jaren outperformance	72,2%		< € 500 miljoen		25,9%	-
Active share vs. AMX	89,2%					
Standaard deviatie (10 jaar)	18,9%	17,0%				
Top-3 holdings % van totaal	53,5%	37,0%				
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	11,1%					
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	4,7%					
Beta (5 jaar)	0,83					
Beta (sinds begin)	0,90					
Sharpe ratio (5 jaar)	0,76	0,30				
Sharpe ratio (sinds begin)	0,40	0,20				

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁴	19,6	11,0
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁵	17,2	11,1
Dividendrendement ²⁰²⁴	2,1%	5,8%
Dividendrendement ²⁰²⁵	2,0%	5,0%

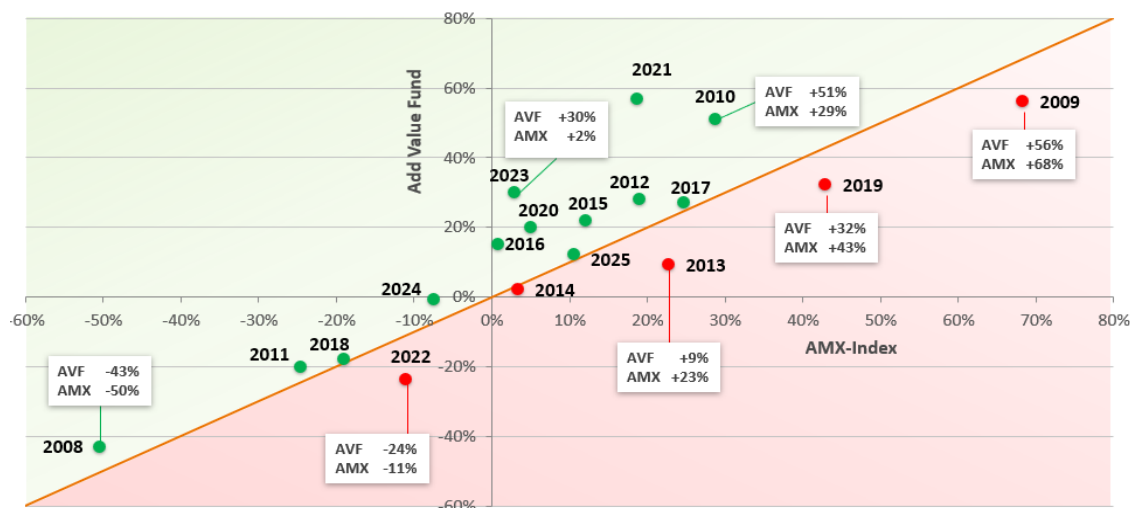
Gewogen geografische omzetverdeling





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.