

NAV:
€ 100,76

AuM:
€ 148.411.223

MTD:
-4,41%

YTD:
+5,88%



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkten sloten juli af met een lichte daling. De AEX-Index zakte met -1,1% naar 902,1, de Amsterdam Midkap Index gaf -0,1% toe en eindigde op 903,8 en de Amsterdam SmallCap Index koerste -0,3% lager naar 1.492,2.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in juli met -4,4% van € 105,41 naar € 100,76. Over de eerste zeven maanden van 2025 werd een totaal beleggingsresultaat (inclusief dividend) na kosten van +5,9% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 31 juli 2025 bedroeg € 148,4 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 146,8 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind juli een creditsaldo en overige overlopende posten van 1,1% van het fondsvermogen.

- 1) In juli realiseerde 1 participatie (= 9%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 4 van de 11 participaties (= 36%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Nedap** het best in de portefeuille. De onderneming kwam met uitstekende halfjaarcijfers;
- 3) Afgelopen maand presteerde **ASM** het slechtst in de portefeuille. De orderingang in het tweede kwartaal kwam lager uit dan analistenconsensus.

Rendement

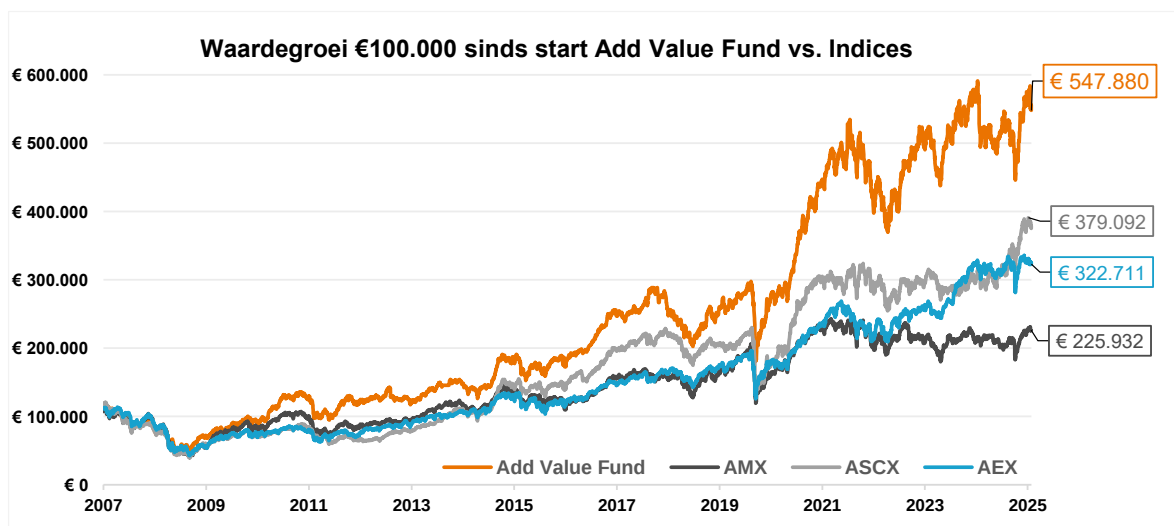
%-verandering 2025 (incl. dividend)

5,9%	AVF
4,4%	AEX
11,6%	AMX
21,8%	ASCX

%-verandering maand (incl. dividend)

AVF	-4,4%
AEX	-1,1%
AMX	-0,1%
ASCX	-0,3%

Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. Nedap	20,0%	1. Nedap	21,6%	1. ASM	-21,3%
2. Besi	16,9%	2. Acomio	-1,3%	2. Planisware	-10,1%
3. ASM	15,3%	3. Basic-Fit	-3,9%	3. Aalberts	-8,5%



Bron: Refinitiv / AVFM; peildatum: 31/07/2025

Terugblik halfjaarcijfers en vooruitzichten

Nu nagenoeg al onze participaties, op twee na, hun tweede kwartaalcijfers c.q. halfjaarcijfers hebben gepubliceerd, kunnen we concluderen dat de meeste participaties de hooggespannen verwachtingen van beleggers en analisten niet konden waarmaken. De koersreacties op de dag van de cijfers waren dan ook heftig waarbij koersdalingen van 10% of meer (zoals bij Aalberts, ASM en Basic-Fit) voorkwamen. Gelukkig waren er ook positieve uitzonderingen (zoals Nedap en Acomo) met koersstijgingen tot 10%.

Volgens de Amerikaanse zakenbank Goldman Sachs is het in de afgelopen 20 jaar niet eerder voorgekomen dat er zulke grote koersdalingen plaatsvonden naar aanleiding van kwartaalcijfers. Er werd daarbij geen onderscheid gemaakt tussen kleine of grote ondernemingen want ook zogenaamde *big caps* gingen soms hard onderuit op de dag van de cijfers, zoals chipmachinefabrikant ASML (-11%) en de Deense farmaceut Novo Nordisk (-23%). Beide ondernemingen waren zelfs tot voor kort qua beurswaarde nog de grootste beursbedrijven van Europa.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Behalve dat sommige van onze participaties teleurstellende kwartaalcijfers en vooruitzichten presenteerden, speelde ook mee dat de beurskoersen in de afgelopen maanden, vooruitlopend op de cijfers, veelal met tientallen procenten waren opgelopen. Participaties zoals Aalberts, Planisware en TKH Group die de vooruitzichten voor 2025 neerwaarts moesten bijstellen, werden extra hard afgestraft op de beurs.

Aalberts werd door de zwakke eindmarkten, met name in de automobiel- en halfgeleiderindustrie gedwongen om de omzet en EBITA-marge doelstelling voor dit jaar te verlagen. Hoewel wij er al van uitgingen dat er in 2025 geen winstgroei zal worden gerealiseerd, was een 13% lagere EBITA van € 210 miljoen en een 1,5%-punt lagere EBITA-marge (13,5%) ten opzichte van de eerste zes maanden van 2024 (15%) een groter verval dan wij hadden voorzien. Daarnaast verwacht Aalberts geen omzetherstel in het tweede halfjaar en zal de EBITA-marge in 2025 ‘slechts’ uitkomen op 13% tot 14%, waarbij was gerekend op een hogere EBITA-marge ten opzichte van 2024 (15%). Beleggers waren *not amused* en gooiden de bekende handdoek in de ring, waardoor de beurskoers op de dag van de cijfers met 14% daalde en waarmee het aandeel bijna rond het eigen vermogen noteerde.

Inmiddels is de beurskoers vanaf het dieptepunt met ruim 10% opgekrabbeld maar noteert het aandeel nog steeds ‘slechts’ iets meer dan 10 keer onze verlaagde winst per aandeel van circa € 2,70 (voorheen € 3,00). Nadat de onderneming in de eerste jaarhelft voor € 60 miljoen eigen aandelen heeft ingekocht, kan het de laatste € 15 miljoen goedkoop inkopen. Ieder nadeel heeft zijn voordeel.

Wij verwachten dat de drie eindmarkten waarin Aalberts actief is – *Building*, *Industry* en *Semicon* – in 2026 een flink winstherstel zullen laten zien, weliswaar van een relatief laag niveau, door zowel omzetgroei (volume en prijs), margeverbetering (lagere kostenbasis en betere bezetting fabrieken), als door de winstgevende overnames die vanaf volgend jaar volledig zullen bijdragen aan de winst per aandeel.

Ook onze industriële participatie TKH Group kwam met teleurstellende tweede kwartaalcijfers naar buiten. Dit lag vooral aan bedrijfsspecifieke problemen, en niet zozeer aan de eindmarkten. De opstartproblemen bij de nieuwe *inter-array* kabelfabriek in Eemshaven, die na de eerste kwartaalcijfers leken te zijn opgelost, speelden het bedrijfsonderdeel *Smart Connectivity* toch weer parten. Waar de eerste paar weken van het tweede kwartaal nog goed waren verlopen, kwam er daarna letterlijk een ‘kink in de kabel’. Een *inter-array* zeekabel maken van meer dan 10 kilometer lang bleek nog geen sinecure. Het eerste en grootste project voor de *launching customer* werd daardoor opgeknipt in kortere kabellengtes waardoor extra kosten, met name zeetransportkosten, werden gemaakt en de bezetting van de fabriek verre van optimaal was.

Door ‘domme’ acties bij de laatste drie (van de acht) redelijk eenvoudige productieprocessen, zoals CEO Alexander van der Lof het verwoorde in de analisten toelichting, kostte het de onderneming ruim € 10 miljoen EBITA. Hierdoor daalde het EBITA-resultaat van de *Smart Connectivity* divisie in de eerste jaarhelft met 83% naar ‘slechts’ € 3,4 miljoen (H1 2024: € 20,4 mln), ondanks dat de omzet met bijna 7% toenam naar € 350 miljoen.

Ook de Europese glasvezelactiviteiten (25% van de omzet van Smart Connectivity) staan nog steeds zwaar onder druk door lage investeringen in nieuwe telecomnetwerken en prijsdruk. Afgelopen jaar heeft TKH flink gereorganiseerd en de glasvezelactiviteiten in China en Haaksbergen gesloten en overgebracht naar Polen. Wij verwachten dat deze *non-core* activiteit op den duur, als de marktomstandigheden iets verbeteren, zal worden verkocht. Enig lichtpuntje bij het onderdeel *Smart Connectivity* waren, in tegenstelling tot de *offshore* energiekabels, de *onshore* kabelactiviteiten, waar TKH veruit marktleider is in Nederland. Netwerkbeheerders zoals Liander, TenneT en Enexis bestellen weer meer, nadat er lange tijd sprake was van overcapaciteit in de markt.

De halfjaarresultaten van de divisie *Smart Manufacturing*, waarbij de bandenbouwmachines 85% van de omzet uitmaakten, daalden zoals verwacht, nadat vorig jaar alle records werden gebroken. De omzet daalde met 17% naar € 261 miljoen, en de EBITA kwam 19% lager uit op € 45,5 miljoen. Gecorrigeerd voor desinvesteringen daalde de omzet met 9%. Hoewel het orderboek in de eerste zes maanden daalde van € 502 miljoen naar € 439 miljoen ten opzichte van het jaareinde, verwacht de onderneming orderherstel in de tweede jaarhelft, met name van Aziatische klanten. Vanwege de lange levertijden van bandenbouwmachines zal het herstel pas zichtbaar worden in de resultaten van 2026.

Het best presterende en meest winstgevende onderdeel, *Smart Vision*, dat slimme industriële- (2D en 3D) en veiligheidscamera's maakt, liet ook in het tweede kwartaal een hogere omzetgroei zien dan in het eerste kwartaal, waardoor de omzet in de eerste zes maanden van 2025 organisch met ruim 7% steeg naar € 254 miljoen. Door een fors hogere toegevoegde waarde marge van 62% (H1 2024: 60,2%) steeg de EBITA met bijna 41% naar € 42,8 miljoen, oftewel een marge van 16,9% (H1 2024: 13,1%). De onderneming verwacht deze positieve omzet- en EBITA-ontwikkeling door te zetten, waarbij de tweede jaarhelft naar verwachting beter wordt dan de eerste jaarhelft.

Door met name productieproblemen bij de *inter-array* kabelfabriek in Eemshaven en de zwakke prestaties bij de glasvezelkabelactiviteiten, daalde de EBITA van TKH Group in het tweede kwartaal met bijna 28% naar € 40 miljoen, wat gelijk was aan Q1. Over de eerste zes maanden van 2025 behaalde de onderneming een omzet van € 858 miljoen (+1,5%), maar daalde de EBITA organisch met 18% naar € 80 miljoen, terwijl de analistenconsensus veel hoger lag. Beleggers reageerden als door een wesp gestoken, en zetten de beurskoers bij opening bijna 10% lager. Door de sussende woorden van CEO Alexander van der Lof, dat de productieproblemen in de Eemshaven fabriek grotendeels zijn opgelost, en dat er geen *inter-array* kabelorders meer zijn van 10 kilometer of langer, waardoor er een flink winstherstel in de tweede jaarhelft zal plaatsvinden, veerde de beurskoers wat op, om per saldo de handelsdag 5% lager af te sluiten.

Het management verwacht een fors hogere omzet en EBITA in de tweede jaarhelft ten opzichte van de eerste zes maanden van 2025, terwijl het bij de eerste kwartaalresultaten nog uit ging van een hogere omzet en EBITA ten opzichte van 2024. De wonderen zijn de wereld nog niet uit, maar wij verwachten niet dat TKH in staat zal zijn om de EBITA van 2024 van € 204 miljoen te overtreffen. Dan zou de onderneming een ijersterk tweede jaarhelft moeten realiseren met een EBITA van tenminste € 124 miljoen, oftewel een stijging van 55% ten opzichte van H1. Wij laten ons graag eens positief verrassen!

Feit is wel dat de huidige waardering ter beurze, door tijdelijke *issues*, ver achterblijft bij onze [som-der-delen waardering van circa € 86 per aandeel](#), oftewel een discount van maar liefst ruim 60%. Het gevaar hierin schuilt, dat wij op de AvA van 15 mei jl. kenbaar hebben gemaakt aan de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen, dat de beursgenoteerde investeringsmaatschappij HAL Trust, die nu tenminste 5% van het uitstaande aandelenkapitaal bezit, of een andere financiële koper, het 'mini-conglomeraat' voor een 'appel en een ei' van de beurs haalt. Vanwege de enorme discrepantie tussen de huidige beurswaardering en de som-der-delen, zijn wij, zoals wij ook op de AvA hebben aangedrongen, een groot voorstander om minder dividend uit te keren en meer eigen aandelen in te kopen.

In april verkocht TKH het bedrijf Dewetron, onderdeel van *Smart Manufacturing*, voor € 54 miljoen, oftewel een EBITA-multiple van 18, terwijl TKH zelf minder dan 10 keer genoteerd staat. De boekwinst op deze desinvestering van € 36 miljoen zou een eerste aanzet kunnen zijn om een nieuw eigen aandelen inkoopprogramma te starten.

Op de *Capital Markets Days* (CMD) van 25 september aanstaande verwachten wij heldere en realistische doelstellingen omtrent EBITA-marge, rendement op het geïnvesteerd kapitaal, kapitaalallocatie (waaronder inkoop eigen aandelen) en herijking van het dividendbeleid. Uiteraard zijn wij aanwezig op de CMD, en kijken uit naar de nieuwe doelstellingen.

Onze laatste toevoeging aan de portefeuille, het Franse softwarebedrijf Planisware, stelde enigszins teleur door de omzetdoelstelling voor dit jaar te verlagen van 15% tot 19% naar circa 10%. Daarentegen verhoogde de wereldmarktleider in portfolio-projectmanagement software de EBITDA-marge doelstelling van 35% naar 36%. Ondanks dat door de forse margeverbetering de EBITDA in het eerste halfjaar met ruim 18% steeg naar € 34,3 miljoen, focusten analisten en beleggers met name op de omzetsijging van 'slechts' 10,6% naar € 95,8 miljoen.

De beurskoers daalde op de dag van de cijfers met 7%, en zit sindsdien in een neerwaartse spiraal. De voornaamste reden waarom de omzetgroei tegenviel was door onzekere macro-economische omstandigheden, waardoor met name nieuwe klanten investeringsbeslissingen uitstelden. De wederkerende omzet van bestaande klanten steeg namelijk met 16% naar € 89 miljoen, en maakt nu 92% (was 88%) van de groepsomzet uit. De niet-wederkerende omzet daalde met 28% naar € 7,2 miljoen, en is nog maar 8% van de groepsomzet.

Het management heeft er alle vertrouwen in, gezien de overvolle pijplijn aan nieuwe commerciële *leads* en het winnen van marktaandeel, dat de omzetgroei weer aantrekt als er meer duidelijkheid en stabiliteit komt omtrent de Amerikaanse handelstarieven. De Amerikaanse omzet (43% van de groepsomzet) steeg weliswaar in het eerste halfjaar met 12% naar € 41,6 miljoen, maar had onder normale omstandigheden hoger kunnen liggen. Ook Europese klanten, met name in Duitsland, stonden tijdelijk op de rem, waardoor de omzet met een kleine 9% toenam naar € 45,5 miljoen (48% van de groepsomzet). Daarentegen groeide de Aziatische omzet wel sterk met ruim 20%, maar maakt het met € 9 miljoen nog slechts een klein gedeelte van de groepsomzet uit.

Gezien de sterk verbeterde brutomarge met 1,9%-punt naar 73,2% - een nieuwe record - zijn wij ervan overtuigd dat de tijdelijk lagere omzetgroei niet aan het product ligt, en aan de *pricing power*. Het winnen van marktaandeel en het aantrekken van mensen van concurrenten zoals Planview bevestigen dat beeld. Ook de stijging van de EBITDA-marge met 2,3%-punt naar 35,8% (nieuw record), onder moeilijke marktomstandigheden, geeft ons veel vertrouwen voor de toekomst. Daarnaast blijft Planisware circa 12% van hun groepsomzet investeren in innovatie en R&D om hun softwareportfolio te verbeteren. Ook het aantrekken van nieuwe mensen gaat gewoon door. In het eerste halfjaar steeg het aantal medewerkers met 7% (52) naar 800.

Ondanks alle investeringen in groei en de tijdelijke macro-economische tegenwind, was Planisware in staat om een nettowinstmarge te realiseren van 22,7%, oftewel € 21,7 miljoen nettowinst. Ook de vrije kasstroom van € 32,9 miljoen ten opzichte van de EBITDA van € 34,3 miljoen, oftewel een cashconversie van 95,9%, was indrukwekkend. Doordat Planisware schuldenvrij is en een zeer winstgevend verdienmodel heeft, steeg de netto kaspositie naar maar liefst € 182 miljoen, oftewel 14% van de huidige beurswaarde van 'slechts' € 1,3 miljard. Aangezien Planisware nagenoeg nooit overnames doet, en de waardering ter beurse nu spotgoedkoop is, raden wij de onderneming aan om eigen aandelen in te kopen.

De onderneming zal dit jaar naar verwachting ten minste € 0,70 per aandeel gaan verdienen, oftewel circa € 50 miljoen nettowinst. Daarmee noteert het aandeel 'slechts' 25 keer de verwachte winst voor 2025. Het management heeft aangegeven dat de 10% omzetgroei voor dit jaar het absolute minimum is, waardoor de winst per aandeel wellicht nog wat hoger zou kunnen uitkomen.

Gezien de sterke onderliggende fundamentals blijven wij vertrouwen houden in de lange termijn groeiperspectieven van deze unieke softwareonderneming zoals wij die uitgebreid hebben beschreven in onze [investment case](#) van afgelopen april. Vanwege de sterke koersdaling (>30%) dit jaar is de waardering van het aandeel op een dieptepunt beland en is de sterke discount (>40%) ten opzichte van sectorgenoten verder opgelopen. Daarom hebben wij besloten ons belang uit te breiden. Koersvolatiliteit is immers een kans en geen risico, zolang je maar in de juiste *business* en bedrijven investeert.

Onze chipmachinemakers ASM en Besi lieten in het tweede kwartaal beide een lagere orderingang zien dan de analistenconsensus hadden verwacht. Hoewel beide ondernemingen in hun persbericht aangaven dat de orderingang in het derde kwartaal weer fors zou aantrekken ten opzichte van Q2 was het kwaad bij ASM-beleggers al geschied. De beurskoers duikelde op de dag van de cijfers met 10% omlaag, terwijl de omzet over het tweede kwartaal aan de bovenkant van de afgegeven bandbreedte uitkwam op € 836 miljoen, een stijging in lokale valuta van 23% ten opzichte van vorig jaar, en de onderneming koerst af op een omzetstijging van circa 15% voor geheel 2025, wat precies in de 'middenprik' is van de afgegeven omzetgroei-doelstelling van 10% tot 20%. ASM is dus wederom goed op weg om haar eigen verwachtingen waar te maken, en stevent voor het zevende jaar achtereen af op een recordresultaat. Ook geruststellende woorden in de analistentoelichting van de CEO Hichem M'Saad, dat de tijdelijke dip in de orderingang te maken heeft met *timing issues*, en zeer positieve bewoordingen over de groeivoorzichten voor 2026, konden beleggers c.q. speculanten niet overtuigen. Ook de sterk verbeterde winstmarges, brutomarge steeg met 2%-punt naar 51,8% en EBIT-marge zelfs met 5,7%-punt naar 31,5% ten opzichte van vorig jaar, boden geen soelaas.

Wat wij al in ons laatste kwartaalbericht schreven is de negatieve impact van de forse waardedaling van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro fors. Omdat de nettokaspositie van € 1 miljard voornamelijk in Amerikaanse dollars wordt aangehouden kostte dat de onderneming op papier in het eerste halfjaar € 100 miljoen, terwijl dat vorig jaar een positief resultaat opleverde van € 39 miljoen. Dit translatie-effect heeft niets van doen met de operationele gang van zaken, maar heeft wel een forse negatieve impact op de nettowinst en winst per aandeel die in euro's luiden.

ASM verwacht dat de omzet in het tweede halfjaar gelijk zal zijn aan het eerste halfjaar, in lokale valuta weliswaar. En zoals gezegd zal de omzet dit jaar over geheel 2025 met circa 15% toenemen, dat is wederom een significante *outperformance* ten opzichte van de lichte groei van de wereldwijde chipmachinemarkt. Ondanks de teleurstellende koersperformance van dit jaar (-25%) blijven wij vertrouwen houden in het enorme rendementspotentieel. Dit wordt ook ondersteund door de onderneming zelf die voor € 150 miljoen eigen aandelen inkoopt waarvan 60% in het eerste halfjaar is afgerond. Met de waardering op een vijfjaars dieptepunt, terwijl de bedrijfswinst (EBIT) in die periode ruimschoots is verdrievoudigd, blijft ASM een zeer aantrekkelijke investering.

Op de Investor Day in Londen op 23 september aanstaande zullen we uitgebreid te horen krijgen wat de onderneming de komende vijf jaar verwacht. Wij gaan er in ieder geval vanuit dat de 'oude' doelstelling van 2027, een omzetdoel van € 4 tot € 5 miljard en een EBIT-marge tussen 26% en 31% overeind blijft, waarbij er ruimte is om de EBIT-marge doelstelling (H1 2025: 31,9%) naar boven bij te stellen.

Ondanks de lagere orderingang in het tweede kwartaal verraste Besi enigszins door, net als ASM, een significante stijging van de orderingang te verwachten in het derde kwartaal, met name door de uitspraken over het aanstaande herstel in de traditionele eindmarkten van de *back-end* industrie en de toename van orders van Aziatische subcontractors, wat duidt op een mogelijke *up-cycle*. De beurskoers reageerde positief op dat nieuws, mede doordat de onderneming verwacht dat de orders van de nieuwe *Hybrid Bonding* chipmachines, waarin Besi veruit wereldmarktleider is, fors zal toenemen in de tweede jaarhelft ten opzichte van de eerste zes maanden, terwijl in de eerste jaarhelft de omzet al verdubbelde ten opzichte van vorig jaar. Ook de toegenomen interesse voor de pas gelanceerde en nieuwste generatie *Thermo Compression Bonding* chipmachine, waarvoor Besi al in mei een grote order won van \$ 20 miljoen, droeg bij aan het optimisme. Gezien deze ontwikkelingen en de *best-in-class* productportfolio voor *advanced packaging* machines staat Besi op *pole position* om te profiteren van de *up-cycle*, die er vroeg of laat zal komen! De groeiverwachtingen van verschillende onderzoeksbureaus voor de komende jaren zien er in ieder geval veelbelovend uit. Ook *Hybrid Bonding* partner en inmiddels grootaandeelhouder met een 9% *stake* in de onderneming, Applied Materials, verwacht haar omzet uit *advanced packaging* de komende jaren te verdubbelen naar \$ 3 miljard. Besi zal met de *Hybrid Bonding* machines daarin een belangrijke rol spelen.

Wij hebben er alle vertrouwen in dat Besi samen met Applied Materials haar *first-mover advantage* in *hybrid bonding* technologie gaat omzetten in klinkende munten voor haar aandeelhouders. Met een recente strategische

investering van een kleine € 600 miljoen in aandelen Besi denkt de grote Amerikaanse chipgigant Applied Materials (beurswaarde \$ 150 miljard) daar waarschijnlijk net zo over.

Onze participaties Nedap, Acomo en Flow Traders kwamen met uitstekende tweede kwartaalcijfers c.q. halfjaarcijfers naar buiten. De *fintech* onderneming Flow Traders had al eerder kenbaar gemaakt dat de netto handelsinkomsten in het tweede kwartaal ongeveer gelijk waren aan die in het eerste kwartaal, maar toch wist de onderneming met een netto handelsresultaat van € 143 miljoen de analistenconsensus te overtreffen. Voorts meldde de onderneming een opvolger te hebben gevonden voor de CEO Mike Kuehnel, die in een eerder stadium had aangegeven de onderneming te zullen verlaten. Zijn opvolger per 1 september aanstaande wordt Thomas Spitz. Hij heeft ruim 20 jaar in verschillende rollen gewerkt voor de grote Franse bank Crédit Agricole en laatstelijk was hij actief in het Midden-Oosten als CEO voor technologie- en databedrijf QuantCube en daarvoor was hij enkele jaren Head of Global Markets voor de First Abu Dhabi Bank.

De beurskoers reageerde in eerste instantie positief op de kwartaalresultaten en de aankondiging van de nieuwe CEO met een koerssprong van 5%, maar sloeg door onverklaarbare redenen als een blad aan de boom snel om, en de handelsdag werd per saldo met een kleine koersdaling van 1% afgesloten.

Daarentegen werd onze participatie Acomo wel beloond voor de uitstekende halfjaarresultaten. De onderneming, actief in biologische voedingsingrediënten, kwam net als in het eerste kwartaal met kloeki cijfers over het tweede kwartaal waardoor de EBITDA in het eerste halfjaar met maar liefst 85% toenam naar € 68 miljoen. De nettowinst steeg zelfs met 139%, waardoor de winst per aandeel uitkwam op € 1,36 (H1 2024: € 0,56). Door deze enorme winstsprong hebben wij onze winst per aandeel taxatie voor geheel 2025 naar boven bij moeten stellen naar circa € 2,50 (was € 2,25).

Beleggers reageerden opgetogen op deze prachtige cijfers en zetten het aandeel per saldo ruim 4% hoger. Acomo is goed op weg om de record EBITDA uit 2024 van € 109 miljoen in 2025 ruimschoots te overtreffen. De huidige beurskoers van € 22,25 staat daarentegen nog ver verwijderd, zoals zo veel participaties, van de *all-time high* beurskoers van € 29,36 in 2017. Door de sterk gestegen winst per aandeel noteert het aandeel 'slechts' negen keer onze verhoogde verwachte winst 2025. Kijkend naar de gemiddelde koerswinstverhouding over de afgelopen vijf jaar van 12, dan zou de beurskoers nu rond de € 30 moeten noteren, oftewel een opwaarts koerspotentieel van ruim 33%, exclusief een dividendrendement van ruim 5%. Met een totaalrendement (koerswinst + dividend) dit jaar van +37% is Acomo onze op een na beste *performer* in portefeuille.

De absolute *star performer* dit jaar is Nedap met een totaalrendement van +65% tot nu toe. Deze technologie/-softwareonderneming kwam met prima halfjaarcijfers naar buiten. De nettowinst steeg in het eerste halfjaar veel harder dan de omzet, met 34% naar € 11 miljoen. Dit kwam door de *operating leverage*: de bedrijfskosten stegen minder snel dan de omzet, waardoor de EBIT-marge met 1,8%-punt verbeterde naar 10,3%. Nedap heeft zich ten doel gesteld om de EBIT-marge te verbeteren richting de 15%. Ondanks deze mooie verbetering is er dus nog werk aan de winkel!

De omzet steeg in de eerste zes maanden met 9% naar € 135 miljoen maar de omzet in de vier kernmarkten – *Healthcare, Livestock, Retail, Security* – steeg zelfs met 17% waarbij alle vier de kernmarkten groei lieten zien. De wederkerende omzet uit softwareabonnementen en -diensten steeg met 11% naar € 54 miljoen maar binnen de vier kernmarkten zelfs met 14%.

Deze zeer winstgevende en voorspelbare omzet bedraagt nu inmiddels ruim 40% van de groepsomzet terwijl dat acht jaar geleden nog niet de helft was. Door deze sterke groei en het aantrekkelijke verdienmodel verandert het groei- en winstprofiel van de van oorsprong 'Nederlandsche Apparatenfabriek' in een softwareonderneming.

Nadat de *family office* van de oprichter en grootaandeelhouder van het beursgenoteerde CVC Capital, Rolly van Rappard, begin dit jaar een 7,5%-belang had gemeld, is het succes en de transformatie van Nedap ook de oprichter van het Nederlandse Main Capital Partners, Charly Zwemstra, niet ontgaan. Via zijn persoonlijke investeringsvehicle CZ Capital B.V. heeft hij begin augustus een 3%-belang gemeld. Aan de sterke koersstijging te

zien, is hij wellicht op zoek naar meer. Wat op zich niet verwonderlijk is omdat pas vanaf 5% een aanmerkelijk belang geldt, waardoor winsten en dividenden vanuit een besloten vennootschap onbelast zijn.

Charly Zwemstra kent de (gezondheids) softwaremarkt erg goed omdat Main Capital een private equity partij is die alleen in Europese softwareondernemingen investeert en daarmee zeer succesvol is. Vorig jaar april verkocht Main Capital haar deelneming in het Nederlandse softwarebedrijf Enovation, net als Nedap actief in de gezondheidszorg, aan het beursgenoteerde Franse Legrand (beurswaarde € 35 miljard) volgens Reuters voor meer dan € 500 miljoen. Enovation realiseerde een jaaromzet van € 60 miljoen, wat betekent dat Legrand ruim acht keer de omzet betaalde. Dat is niet ongebruikelijk voor softwareondernemingen. Als we deze *multiple* op de wederkerende omzet van Nedap van ruim € 100 miljoen op jaarbasis plakken, is alleen de waarde van de softwareomzet al meer dan € 800 miljoen waard terwijl de beurswaarde, ondanks de sterke koersstijging dit jaar, nog 'slechts' € 575 miljoen bedraagt. Het is dan ook niet vreemd dat Charly Zwemstra nu nog instapt, hij denkt waarschijnlijk net zoals wij in [onze investment case hebben geschreven](#), dat er nog veel meer in het vat zit.

Doordat de beurswaarde van Nedap nu ruimschoots boven de half miljard ligt en twee partijen met een private equity achtergrond zijn ingestapt, neemt de zichtbaarheid en verhandelbaarheid van het aandeel op de beurs sterk toe. Het is nu aan de onderneming om te bewijzen dat ze de ruime dubbelcijferige omzetgroei in de vier kernmarkten kunnen vasthouden en de winstmarge verder weten te verbeteren.

De onderneming ligt in ieder geval goed op koers om onze doelstelling van € 500 miljoen omzet in 2030 met een bijbehorende nettowinst van € 75 miljoen te gaan realiseren. Mocht dit bewaarheid worden, dan is een beurswaarde van € 1,5 miljard zeker niet ondenkbaar.

Ondanks dat een aantal participaties, met name Aalberts en TKH, teleurstellende tweede kwartaalresultaten publiceerden, liggen de meeste van onze participaties goed op koers om onze doelstellingen voor 2025 te realiseren of te overtreffen. Een aantal winsttaxaties hebben we naar aanleiding van de halfjaarcijfers moeten verlagen maar ook een aantal moeten verhogen waardoor onze gewogen winstgroeiervwachting van onze portefeuille van tenminste 25% voor 2025 onveranderd blijft.

Het is zuur dat we na een [sterk tweede kwartaal](#) een gedeelte van onze performance in juli en augustus hebben moeten prijsgeven maar zoals we uit ervaring weten, gaan beurskoersen niet lineair omhoog, en kan het tij ook snel weer keren. De onderliggende fundamentals en lange termijn groeidrijvers van onze participaties zijn in ieder geval ijersterk.

Wij blijven daarom positief gestemd over het groei- en winstpotentieel van onze participaties. Door de sterk gedaalde beurskoersen noteren nu meerdere participaties zelfs rond het eigen vermogen per aandeel en staan veel participaties qua waardering op een vijfjaars dieptepunt.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding voor 2025 van 16,3 en een gewogen dividendrendement van 2,6%.

Met vriendelijke groet

Beheerteam,

Amsterdam, 15 augustus 2025

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX
Startdatum	1 februari 2007	cum. 447,9%	222,7%	125,9%	279,1%
Fondsvermogen	€ 148,4 mln	2025 5,9%	4,4%	11,6%	21,8%
Beurskoers	€ 101,06	2024 -0,7%	14,7%	-7,4%	9,3%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 100,76	2023 29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
Aantal uitstaande aandelen	1.472.877	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

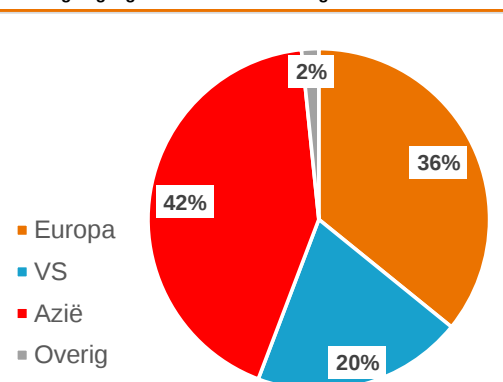
Geannuleerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	4,7%	7,2%	15,7%	11,4%	9,6%
AMX-index	5,7%	1,6%	6,9%	5,2%	4,5%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 31-07-2025. Na kosten.
 Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX	Samenstelling naar beurswaarde		AVF	AMX
Schuld ratio	0,4	2,8	> € 5 miljard		32,1%	25,6%
% Positieve maanden	60,1%	59,2%	> € 2 miljard		4,7%	53,8%
% Positieve jaren	72,2%	66,7%	> € 1 miljard		16,4%	19,0%
Maximale drawdown	-56,6%	-64,2%	> € 500 miljoen		18,4%	1,6%
% jaren outperformance	66,7%		< € 500 miljoen		26,5%	0,0%
Active share vs. AMX	91,4%					
Standaard deviatie (10 jaar)	18,3%	18,1%				
Top-3 holdings % van totaal	52,1%	22,5%				
Alpha (5 jaar, geannuleerd)	10,7%					
Alpha (sinds begin, geannuleerd)	5,9%					
Beta (5 jaar)	0,88					
Beta (sinds begin)	0,90					
Sharpe ratio (5 jaar)	0,92	0,54				
Sharpe ratio (sinds begin)	0,63	0,56				

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁴	20,7	12,7
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁵	16,3	11,3
Dividendrendement ²⁰²⁴	2,3%	5,7%
Dividendrendement ²⁰²⁵	2,6%	4,1%

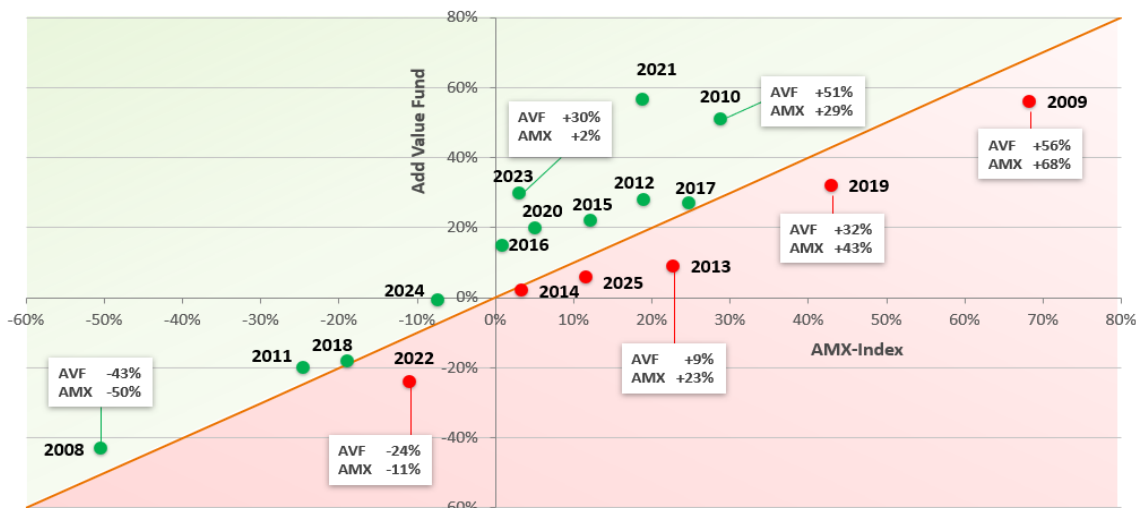
Gewogen geografische omzetverdeling





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.