

TWEEDE KWARTAALBERICHT 2025

NAV:
€ 105,41

AuM:
€ 155.893.448

QTD:
+17,87%

YTD:
+10,77%



Kwartaalbericht

De Nederlandse aandelenmarkten hebben een sterk tweede kwartaal achter de rug. De AEX-Index steeg met +2,9% naar 913,28, de Amsterdam Midkap Index voegde +9,6% toe en eindigde op 905,6, en de Amsterdam SmallCap Index koerste zelfs +13,5% hoger naar 1.500,9.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in het tweede kwartaal met 15,8% van € 91,03 naar € 105,41. In mei werd echter € 1,75 dividend per aandeel in contanten uitgekeerd. Gecorrigeerd voor deze dividenduitkering bedroeg het kwartaalresultaat +17,9%. Over het eerste halfjaar van 2025 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +10,8% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 30 juni 2025 bedroeg € 155,9 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 154,2 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind juni een creditsaldo en overige overlopende posten van 1,1% van het fondsvermogen.

- 1) In het tweede kwartaal realiseerden alle participaties (= 100%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 4 van de 11 participaties (= 36%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Basic-Fit** het best in de portefeuille. Na op 14 mei jl. definitief begonnen te zijn met het aangekondigde inkoop eigen aandelen programma, is de beurskoers sindsdien met 15% opgelopen;
- 3) Ondanks een koersstijging van 0,8% was **Flow Traders** de zwakst presenterende participatie. Het aandeel viel terug na een tegenvallend bericht over de tweede kwartaal resultaten.

Rendement

%-verandering 2025 (incl. dividend)

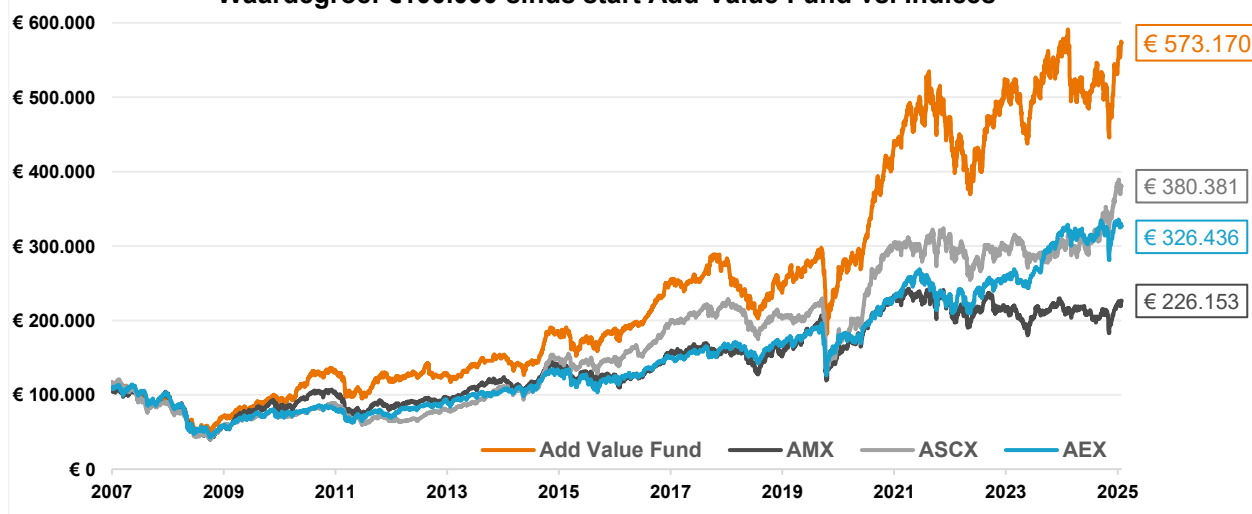
10,8%	AVF
5,6%	AEX
11,7%	AMX
22,2%	ASCX

%-verandering kwartaal (incl. dividend)

17,9%	AVF
2,9%	AEX
9,6%	AMX
13,5%	ASCX

Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 minste stijgers	in %
1. ASM	18,5%	1. Basic-Fit	37,0%	1. Flow Traders	0,8%
2. Besi	17,1%	2. Besi	36,4%	2. Aalberts	2,7%
3. Nedap	16,2%	3. ASM	31,6%	3. Planisware	2,8%

Waardegroei €100.000 sinds start Add Value Fund vs. Indices

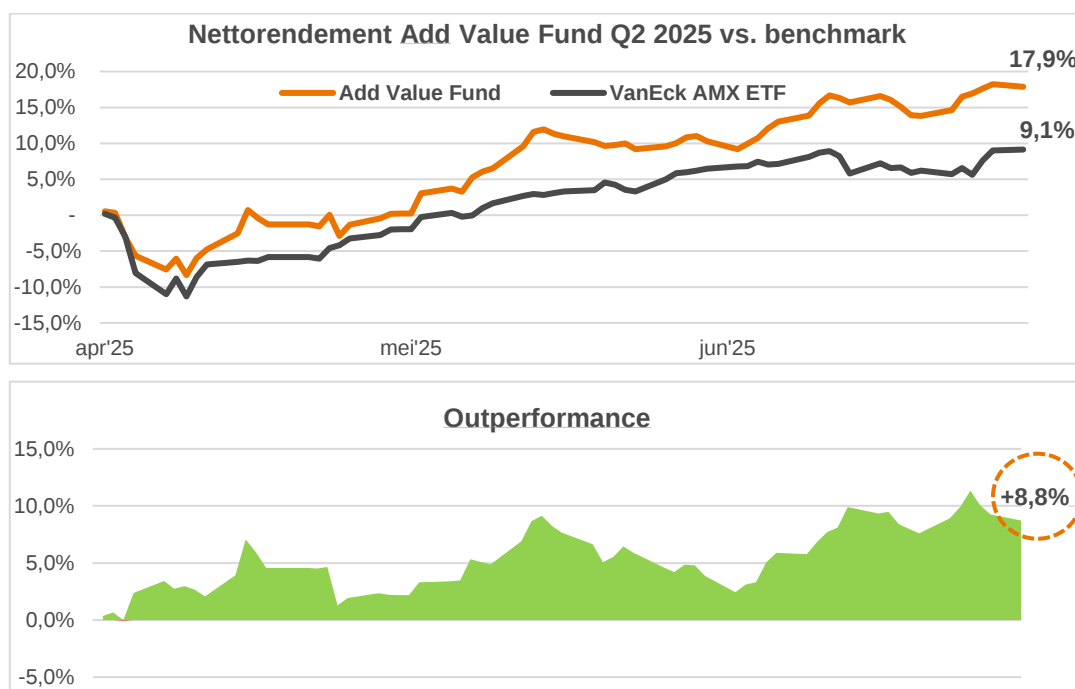


Inleiding

Nadat het eerste kwartaal teleurstellend was verlopen liet Add Value Fund in het tweede kwartaal een buitengewoon herstel zien. De intrinsieke waarde per aandeel steeg maar liefst 15,8% van € 91,03 naar € 105,41. Inclusief het in mei uitgekeerde contante dividend per aandeel van € 1,75 kwam het netto totaalrendement uit op een kloeke 17,9%. Hiermee realiseerde Add Value Fund het op twee na beste tweede kwartaalresultaat ooit in haar ruim 18-jarig bestaan. Alleen in 2009 (+27%) en 2020 (+31%) was het beleggingsresultaat nog beter.

“Met +17,9% behaalde Add Value Fund het op twee na beste tweede kwartaalresultaat ooit in haar ruim 18-jarig bestaan”

Onze *benchmark*, de VanEck AMX UCITS ETF, steeg in het tweede kwartaal daarentegen met ‘slechts’ 9,1%. De significante *outperformance* van bijna 9%-punt werd voornamelijk gerealiseerd door het fenomenale koersherstel van onze zwaarst wegende participaties, chipmachinemakers ASM en Besi, die respectievelijk met 32% en ruim 36% in waarde stegen. Zoals we in ons [voorgaande kwartaalbericht](#) al aangaven zijn de *fundamentals* en middellange termijn vooruitzichten niet veranderd, integendeel. Maar onze participatie Basic-Fit spande met 37% koerswinst de kroon en was daarmee de grootste stijger in het tweede kwartaal. Wat verder opviel in het kwartaal is dat alle participaties bijdroegen aan het netto rendement van 17,9%.



Met dit tevredenstellend beleggingsresultaat werd het verlies van het eerste kwartaal (-6%) ruimschoots goedge maakt en kwam het netto totaalrendement (koerswinst + herbeleggen dividend) over de eerste zes maanden van 2025 uit op +10,8%. Ondanks het sterke tweede kwartaal blijft Add Value Fund in het eerste halfjaar nog licht achter (0,4%-punt) ten opzichte van de *benchmark*. Dit is grotendeels te wijten aan onze participaties ASM en Besi, die ondanks een sterk koersherstel in het tweede kwartaal, over de eerste zes maanden nog 2% ‘onderwater’ staan en nog steeds ver verwijderd staan van de *all-time high* koersen van vorig jaar.

In dit kwartaalbericht geven we een uitgebreide toelichting over de laatste ontwikkelingen van onze participaties in portefeuille en de vooruitzichten. Daarnaast gaan we dieper in op waarom wij ons beleggingsuniversum gaan uitbreiden buiten Nederland. Dit keer vertellen we over onze 3-daagse *fieldtrip* naar Zwitserland waar wij diepgaand onderzoek hebben gedaan naar drie unieke Zwitserse bedrijven.

Veel leesplezier!

Ontwikkelingen participaties in portefeuille

Na de eerste kwartaalcijfers van onze participaties, die wij in het [maandbericht van april](#) uitgebreid hebben toegelicht, is het nu afwachten op de tweede kwartaal- en halfjaarcijfers. Onze participatie Nedap is de eerste in de portefeuille die op 17 juli aanstaande zijn halfjaarcijfers bekendmaakt. De beurskoers is vooruitlopend op de cijfers gestegen naar een nieuwe *all-time high* en is dit jaar onze *star performer* met een totaalrendement (koerswinst + dividend) van ruim 40%. De beurswaarde van de technologie-/softwareonderneming uit Groenlo reikt inmiddels de half miljard euro. Zoals we al eerder hebben aangegeven in ons [maandbericht van november](#) vorig jaar, zou Nedap in staat moeten zijn om voor 2030 de € 1,5 miljard beurswaarde te doorbreken.

De *high-tech* onderneming moet dan wel de komende jaren haar omzet dubbelcijferig laten groeien en de nettowinstmarge verbeteren richting de 15%. In het eerste kwartaal groeide de omzet met 10% en wij verwachten dat Nedap dat kan vasthouden in het tweede kwartaal. Met name het herstel in de Livestock business, waar Nedap wereldmarktleider is in slimme koemonitoringssystemen, zal sterk bijdragen aan de omzet- en winstgroei dit jaar. De in juni geïntroduceerde SmartSight, een AI-gestuurde visiontechnologie die door middel van kunstmatige intelligentie kreupelheid bij melkkoeien vroegtijdig kan detecteren, zal de groei verder aanjagen. Deze lancering volgt op meerdere jaren van intensieve en doelgerichte ontwikkeling en grondige tests op commerciële melkveebedrijven in verschillende landen. Deze praktijksituaties leverden miljoenen datasets op, waarmee Nedap de algoritmes van het systeem heeft getraind om koe locomotie écht te begrijpen en met uitzonderlijke nauwkeurigheid afwijkingen of problemen te detecteren. Locomotie Monitoring betekent de eerste stap in een doorlopende innovatiestrategie. Nedap, koploper in *Digital Twin Technology*, ontwikkelt actief een reeks vision-gebaseerde oplossingen om de belangrijkste uitdagingen in de melkveehouderij aan te pakken. De gefaseerde lancering van SmartSight gaat de komende maanden van start in de Verenigde Staten en Ierland.

Daarnaast heeft Nedap Retail, wereldmarktleider in RFID-oplossingen, in het tweede kwartaal weer mooie orders gescoord. Nedap gaat voor HEMA de uitrol van het iD Cloud-platform verzorgen in alle ruim 740 winkels in Nederland, België, Luxemburg, Duitsland, Oostenrijk en Frankrijk. Door nog meer datagedreven te werken, zal HEMA haar voorraadbeheer verder versterken. Zo kunnen klanten bijvoorbeeld in de app of op de website exact zien hoeveel van hun favoriete artikelen er nog in een winkel beschikbaar zijn. Voor medewerkers betekent dit dat zij veel sneller en nauwkeuriger de voorraden kunnen bijhouden. *“Deze samenwerking is bijzonder: twee Nederlandse bedrijven met een rijke historie, een innovatieve geest en sterke klantgerichtheid die de handen ineenslaan,”* zegt Hilbert Dijkstra, General Manager iD Cloud bij Nedap. *“We zijn dan ook trots dat we HEMA mogen ondersteunen op hun RFID-reis en kijken uit naar de resultaten die we samen gaan behalen.”* Alle HEMA-winkels zullen medio 2026 live gaan met de RFID-oplossing.

Met deze grote opdracht voegt Nedap aantrekkelijke wederkerende omzet toe aan haar groepsomzet. De zeer winstgevende omzet uit software- en abonnementsdiensten bedraagt nu al 40% van de groepsomzet en zal naar onze verwachting de komende jaren sterk groeien (>10%) en oplopen naar 50% of meer van de groepsomzet.

Wij hebben er alle vertrouwen in dat alle vier de kernmarkten van Nedap – *Livestock, Retail, Security en Healthcare* – de komende jaren een sterke omzet- en winstgroei zullen laten zien. Wij gaan er dan ook nog steeds van uit dat de onderneming onze verwachting van € 500 miljoen omzet en een nettowinst van circa € 75 miljoen in 2030 zal gaan waarmaken. Met een gelijkblijvende waardering van circa 20 keer de winst ligt een potentiële verdrievoudig van de beurskoers in het verschiet. Nedap is niet voor niets onze op twee na grootste participatie met een portefeuilleweging van ruim 16%. Add Value Fund bezit tevens ruim 5% van het uitstaande aandelenkapitaal.

Onze *fintech* participatie Flow Traders liet eind juni via een *pre-earnings call* voor analisten weten dat de netto handelsinkomsten in het tweede kwartaal vergelijkbaar waren met de € 140 miljoen in het eerste kwartaal. Dit was niet alleen voor ons een teleurstelling maar ook analisten en beleggers hadden op veel meer gerekend. De verwachtingen waren namelijk hooggespannen nadat de financiële markten vanaf 2 april, de door Trump benoemde *‘Liberation Day’*, kortstondig in paniek raakten door de aangekondigde handelstarieven. De wereldwijde aandelenmarkten daalden in een vloek en een zucht met 10% of meer. Dit was natuurlijk koren op de molen voor Flow Traders die gebaat is bij een hoge koersvolatiliteit waardoor handelsvolumes en dislocaties toenemen en

spreads cq winstmarge voor de liquiditeitsverschaffer groter worden. Alleen deze stevige correctie duurde 'slechts' een week nadat Trump op 9 april op de pauzeknop drukte. Desondanks lagen de handelsvolumes van aandelen en obligatie Exchange Traded Products (ETPs) in het tweede kwartaal hoger dan in het eerste kwartaal maar de zeer winstgevende *business* in *digital assets*, zoals de Bitcoin, liet een forse daling zien ten opzichte van het zeer winstgevende eerste kwartaal. Dit was de voornaamste reden waarom Flow Traders de marktverwachtingen niet kon waarmaken.

Nadat de transcript van de *pre-earnings call* nabeurs bekend werd gemaakt duikelde de beurskoers de volgende ochtend met 10% in elkaar. Ondanks deze forse koersdaling was het aandeel met een koersstijging van +28% onze op twee na grootste stijger, na Nedap (+38%) en Acom (38%), in onze portefeuille over de eerste zes maanden van 2025.

Naar aanleiding van de *pre-earnings call* hebben wij de winsttaxaties voor dit jaar aanzienlijk moeten verlagen naar circa € 4,- per aandeel. Hiermee staat Flow Traders slechts zeven keer de verwachte winst en is daarmee goed op weg om de op een na hoogste winst per aandeel te realiseren in haar ruim 20-jarig bestaan. Alleen in de coronaperiode (2020) realiseerde de onderneming een hogere winst per aandeel van € 10,26, oftewel een nettowinst van € 465 miljoen. Wij zijn ervan overtuigd dat door de wereldwijde groei van ETPs en de sterke adoptie van *digital assets* onder zowel particuliere als professionele beleggers, waaronder de Bitcoin, Flow Traders vroeg of laat deze recordwinst gaat overtreffen. Met een portefeuillemening van ruim 12% is Flow Traders momenteel de vierde participatie in portefeuille. Op 29 juli komt de *fintech* onderneming met haar definitieve tweede kwartaalcijfers naar buiten.

Onze participatie in biologische voedingsingrediënten, Acom, is dit jaar met een totaalrendement (koerswinst + dividend) van +38% een van onze *star performers* in portefeuille. Nadat de onderneming de cacao verliezen in het eerste kwartaal, door een verkeerde *hedge*, wist te verkleinen en voor het eerst in haar ruim 100-jarig beursbestaan een *Capital Markets Day* heeft georganiseerd met nieuwe financiële doelstellingen, heeft het aandeel een *re-rating* ondergaan.

De handelsonderneming heeft zich ten doel gesteld om op een termijn van drie tot vijf jaar een omzet te realiseren, zowel organisch alsmede via acquisities, van € 2 miljard (2024: € 1,4 miljard) met een bijbehorende EBITDA-marge van circa 9% (2024: 8%). Dit zou betekenen dat de EBITDA zal toenemen van € 109 miljoen in 2024 naar circa € 180 miljoen in 2029, oftewel een stijging van 65% in vijf jaar. Met een verbeterde winstmarge en gelijkblijvende uitstaande aandelen zou de winst per aandeel over die periode nog wat harder kunnen groeien dan de circa 10%.

Met een dividend pay-out ratio van tenminste 70% is Acom niet alleen een dividendaandeel maar is het tevens een groeiaandeel geworden met een zeer aantrekkelijk dividendrendement van 5% of meer op jaarbasis. Als de onderneming zijn doelstellingen behaalt in 2029 komt de winst per aandeel alsdan uit op ruim € 3,- per aandeel. Kijkend naar de gemiddelde koerswinstverhouding over de afgelopen vijf jaar van 12 keer zou de beurskoers in 2029 minimaal € 36,- moeten noteren, oftewel een opwaarts koerspotentieel van 60%. Dit is nog exclusief de te ontvangen dividenden.

Met een recordomzet in het eerste kwartaal van 2025 van € 389 miljoen (+16%) heeft Acom de wind weer goed in de zeilen. Met de sterk verbeterende resultaten bij Tradin Organic kijken wij met vertrouwen uit naar de tweede kwartaalcijfers die op 24 juli aanstaande zullen worden gepresenteerd. Acom staat momenteel op de zesde plaats in onze portefeuille met een weging van bijna 6%.

De grootste koersstijgingen in het tweede kwartaal, weliswaar vanaf een laag niveau, kwamen van onze twee grootste participaties qua weging (bij elkaar 35%), chipmachinemakers ASM en Besi. Nadat het stof omtrent de handelstarieven enigszins neerdaalde en de eerste kwartaalcijfers inclusief de vooruitzichten werden gepubliceerd, stegen beide beurskoersen met meer dan 30%. ASM heeft tijdens de Q1 cijfers al bekendgemaakt dat de *high-tech* onderneming dit jaar de omzet tussen de 10% en 20% zal laten groeien. Deze omzetgroei is weliswaar in lokale valuta, voornamelijk dus in Amerikaanse dollars. Beide ondernemingen zullen in het tweede kwartaal aanzienlijk last hebben van het translatie-effect nadat de Amerikaanse dollar in Q2 met 10% is gedaald ten opzichte van de euro. Dit translatie-effect heeft niets van doen met de operationele gang van zaken maar zal wel duidelijk een

negatief effect hebben op de *bottom-line* resultaten, ook vanwege het feit dat beide ondernemingen hun netto kasgeld in Amerikaanse dollars aanhouden.

ASM heeft bij de Q1 cijfers aangegeven dat de omzet in lokale valuta met 1% tot 6% zal toenemen ten opzichte van Q1 en Besi gaat uit van een gelijkblijvende omzet met een marge van -10% tot +10% ten opzichte van het eerste kwartaal. Deze ruime bandbreedte geeft aan dat Besi nog in een onzekere markt verkeert, met name voor de traditionele eindmarkten zoals computers, smartphones, automotive en de industrie, waarbij de langverwachte *up-cycle* zich nog steeds niet manifesteert. De verwachting is nu dat het sterke herstel in de *back-end* industrie vanaf 2026 zichtbaar zal gaan worden.

De onderneming meldde wel in mei een belangrijke en aanzienlijke order van in totaal \$ 20 miljoen voor vijf van de nieuwste generatie Thermo Compression Bonding machines. Met een verkoopprijs van \$ 4 miljoen per stuk zijn dit momenteel de duurste Besi-machines en is deze order een belangrijke mijlpaal voor de onderneming. Wij verwachten dit jaar, ondanks lastige marktomstandigheden, een kleine winstgroei voor de onderneming uit Duiven.

Daarentegen is Besi uitermate positief gestemd over het middellange termijn groeiperspectief van de onderneming. Op de *Investor Day* van 12 juni jl. verraste de onderneming ons door zeer ambitieuze doelstellingen voor 2030 te presenteren die aanzienlijk hoger liggen dan de vorige doelstellingen. Besi gaat er nu van uit dat de omzet in 2030 tussen de € 1,5 miljard en € 1,9 miljard zal liggen (was circa € 1,3 miljard) waarbij de brutomarge zal uitkomen tussen de 64% en 68% (was 62%-66%) en de EBIT-marge tussen de 40% en 55% (was 35%-50%). Alle financiële doelstellingen zijn dus ten opzichte van de *Investor Day* in 2024 aanzienlijk naar boven bijgesteld. Dit komt met name door de sterke adoptie en groei van Besi's hybrid bonding machines, de nieuwste verbindingstechnologie waar Besi wereldmarktleider is met circa 90% marktaandeel, en de doorbraak bij een belangrijke en grote klant voor de nieuwste generatie TCB-machines. Daarnaast zullen de *flip-chip* machines, waar Besi heer en meester is, ook de komende jaren een aanzienlijk bijdrage leveren aan de omzet- en winstgroei.

Als Besi in staat is om in 2030 de *midpoint* van de omzetbandbreedte van € 1,7 miljard te realiseren en daarop een EBIT-marge van 47,5% (ook *midpoint* bandbreedte) weet te behalen, zal de winst per aandeel alsdan uitkomen op ruim € 8,50 per aandeel. Dit betekent bijna een verviervoudiging ten opzichte van de winst per aandeel van € 2,31 in 2024 en een ruime verdubbeling ten opzichte van de recordwinst uit 2021 van € 3,70 per aandeel.

De heer Blickman (CEO) en zijn management team gaven uitstekende presentaties op de *Investor Day* met goede onderbouwingen hoe Besi deze ambitieuze doelstellingen denkt te realiseren. Het plan, dat Besi samen met een consultant en hun klanten hebben uitgestippeld, moet nu de komende jaren worden uitgevoerd waarbij de executie *key* is. Aan de *high-end* productportfolio van geavanceerde *back-end* machines en de productiecapaciteit ligt het in ieder geval niet.

Als Besi de *midpoint* van de doelstellingen in 2030 weet te realiseren en kijkend naar de gemiddelde koerswinstverhouding over de afgelopen vijf jaar van 33 keer zou de beurskoers in 2030 circa € 280,- moeten noteren. Dit zou betekenen dat de beurskoers vanaf het huidige koersniveau van € 123,- nog ruimschoots kan verdubbelen. Nadat de beurskoers vorig jaar februari al even de € 180,- doorbrak lijkt het dus een kwestie van tijd dat deze *all-time high* beurskoers wordt overtroffen. Besi is momenteel onze een na grootste participatie met een portefeuilleweging van bijna 17%.

Ook voor ASM, onze grootste participatie qua portefeuilleweging (18%), blijven wij onverminderd positief. Op 23 september aanstaande houdt de wereldmarktleider in ALD-machines haar *Investor Day* in Londen. Wij zullen daarbij uiteraard aanwezig zijn. Het zou ons niets verbazen als ook ASM haar financiële doelstellingen voor 2027 gaat verhogen.

Onze participatie Basic-Fit, de grootste fitnessketen van Europa, was in het tweede kwartaal de grootste stijger in portefeuille met een koerswinst van +37%. Nadat de onderneming in mei definitief bekendmaakte om te beginnen met haar eerste inkoop eigen aandelenprogramma (ter waarde van € 40 miljoen), zette de beurskoers een technisch koersherstel in na een zwakke periode. Overnamegeruchten door het Amerikaanse Planet Fitness gaf nog een extra steun in de rug. Alhoewel het op papier een mooie 'fit' is, Planet Fitness is immers marktleider in Amerika en

heeft nagenoeg geen activiteiten in Europa behalve een aantal franchiseclubs in Spanje, verwachten wij op korte termijn geen overnamebieding. Basic-Fit heeft net een nieuwe kredietfaciliteit afgesloten van € 150 miljoen bij ING en heeft nu per eind juni in totaal circa € 390 miljoen aan liquiditeiten beschikbaar. Een eventuele vervroegde aflossing van de converterbare obligatie volgend jaar kan hiermee ruimschoots worden opgevangen.

We zijn benieuwd naar de tweede kwartaalcijfers en met name naar de bekendmaking over de nieuwe franchiseformule. Basic-Fit had al bij de Q1 cijfers bekendgemaakt dat de omzet dit jaar zal uitkomen op circa € 1,4 miljard (+15%) en een onderliggende EBITDA tussen de € 330 miljoen en € 370 miljoen (+12% bij *midpoint*). Ondanks dat de waarde per club van de ruim 1.600 sportscholen significant lager ligt dan die van Planet Fitness, hebben wij gebruik gemaakt van de sterke koersstijging om onze positie te verkleinen. Basic-Fit heeft momenteel nog een weging van 4% in onze portefeuille.

Onze industriële participaties Aalberts, TKH en Kendrion lieten allemaal een koersstijging zien in het tweede kwartaal. Aalberts was met de afgeronde overname van Paulo Products Company in mei actief op het overnamevlak. De Amerikaanse onderneming, actief in thermische verwerking, realiseert met ruim 500 medewerkers \$ 105 miljoen aan winstgevendende omzet. Hiermee verstevigt Aalberts zijn positie in Noord-Amerika en in de eindmarkten van luchtvaart-, defensie- en automobiellindustrie.

Daarnaast maakte Aalberts afgelopen week een grote overname bekend van circa € 260 miljoen, door een bieding te doen op het beursgenoteerde Singaporese bedrijf Grand Venture Technology (GVT). Deze onderneming is een toonaangevende toeleverancier van precisie- en engineering oplossingen, componenten, mechatronica, assemblage en testing voor voornamelijk de halfgeleiderindustrie maar ook voor de medische en luchtvaartindustrie. De onderneming realiseerde in 2024 een omzet van ruim € 100 miljoen en een EBITDA van ruim € 20 miljoen. Omdat de onderneming voor circa 60% van de omzet in de aantrekkelijke semiconmarkt actief is, groeide de onderneming de afgelopen jaren met ruim 20%. Deze overname sluit goed aan bij de ambitie en 'thrive 2030' strategie om de *semicon business* te laten groeien naar circa een derde van de groepsomzet in 2030. Met deze overname voegt Aalberts ruim 20% omzet toe aan de *semicon business* en circa 4% aan de groeps-EBITDA.

Ondanks dat Aalberts dit jaar als enige in portefeuille naar verwachting geen winstgroei laat zien door de uitdagende marktomstandigheden in de industrie en de automobiellmarkt, zet het management de juiste stappen. Minder rendabele onderdelen worden verkocht, kosten worden verlaagd en winstgevendere overnames worden toegevoegd. De nieuwe CFO Frans den Houter, die onlangs is aangetreden, heeft via een *US Private Placement* circa \$ 600 miljoen aan nieuw kapitaal opgehaald en heeft daarom nog genoeg ruimte om meerdere overnames te doen. Het zal nog een uitdaging worden voor Aalberts om de EBITA-marge doelstelling van 16% tot 18% in 2026 te realiseren, maar wij zijn ervan overtuigd dat de winstgroei vanaf 2026 en daarna weer fors (>10%) gaat aantrekken.

Participaties TKH Group en Kendrion verwachten voor geheel 2025, onvoorziene omstandigheden daargelaten, een organische omzet- en winstgroei. TKH liet in Q1 een bescheiden omzetgroei zien van ruim 2% naar € 420 miljoen waarbij de EBITA zelfs licht daalde naar € 40 miljoen. Door een stevig orderboek van ruim € 1,1 miljard blijft TKH vasthouden aan hun *outlook* voor 2025. De belangrijkste winstbijdrage dit jaar moet komen van de *inter-array* activiteiten van de nieuwe kabelfabriek in Eemshaven. De verkooppijplijn is gegroeid naar ruim 70 projecten met een totale tenderactiviteit van ruim 11.000 kilometer aan inter-array kabels voor 2030. Aan orders dus geen gebrek, maar nu nog een goede executie!

Kendrion, wereldmarktleider in elektronische magneten en systemen, realiseerde een omzetgroei van 4% in Q1 naar € 78 miljoen terwijl de genormaliseerde EBITDA steeg met 7% naar bijna € 11 miljoen, oftewel een marge van 13,8%. Kendrion handhaafde de EBITDA-marge doelstelling van tenminste 15% in 2025. Daarnaast verwacht de onderneming dat het tweede kwartaal overeenkomstig is met het eerste kwartaal.

Na 2025 verwacht de onderneming de EBITDA-marge verder te verbeteren richting de 18%. Als Kendrion dit waarmaakt is een *re-rating* van het sterk achtergebleven aandeel een kwestie van tijd. Als er geen koersherstel

optreedt, is de onderneming, die slechts één keer de boekwaarde noteert, een makkelijk overnameprooi voor *private equity*. Kendrion heeft momenteel een weging van 4% in onze portefeuille.

Op zoek naar kwaliteitsbedrijven in Zwitserland

Sinds 2020 hebben wij de mogelijkheid om maximaal 25% van het fondsvermogen te beleggen in beursgenoteerde ondernemingen in de Eurozone. Daarnaast hebben we sinds 1 januari 2025 ook de mogelijkheid om te beleggen in een aantal landen buiten de Eurozone: Denemarken, Noorwegen, het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland. In het [voorgaande kwartaalbericht](#) hebben we onze eerste buitenlandse investering bekendgemaakt. In een diepgravende investment case hebben we uitgebreid uit de doeken gedaan waarom we een participatie hebben genomen in het Franse softwarebedrijf Planisware.

In het afgelopen halfjaar hebben wij veel tijd en energie gestoken in het onderzoeken van kwaliteitsbedrijven in Zwitserland. Afgelopen maart hebben wij zelfs drie ondernemingen bezocht in de regio rondom Zurich. In dit kwartaalbericht willen wij daarom de Zwitserse aandelenmarkt onder de aandacht brengen.

We beginnen met een blik op de 'safe-haven' status van de Zwitserse Frank en geven een toelichting op de achterliggende redenen die dit fenomeen drijven. Vervolgens kijken wij naar de karakteristieken van Zwitserse beursgenoteerde ondernemingen en beschrijven wij hoe dit de ondernemingen heeft gevormd die wij hebben bezocht.

De Zwitserse kapitaalmarkt; een toevluchtsoord in tijden van crisis

Het historische verloop van de wisselkoers tussen de Zwitserse Frank (CHF) en de euro (EUR) laat zien dat de CHF over de afgelopen 20 jaar flink sterker is geworden ten opzichte van de euro. Deze structurele groei in de waarde van de CHF weerspiegelt de aantrekkingskracht van de Zwitserse economie en reflecteert dat Zwitserland wordt gezien als een veilige plek om kapitaal te beleggen of te stallen.



20-jaars verloop CHF/EUR spot wisselkoers (boven), en verloop CHF/EUR spot wisselkoers sinds maart 2025 (beneden). Het gekleurde deel geeft de periode aan vanaf 'Liberation Day' 2 april 2025. Bron: Refinitiv.

Net als goud staat de CHF bekend als een zogenoemde *safe-haven* asset. Dit is een beleggingsproduct dat in tijden van economische onzekerheid en in crisis haar waarde behoudt of zelfs in waarde stijgt, omdat institutionele beleggers naar dit product 'vluchten'. Dit effect houdt zichzelf in stand; omdat beleggers weten dat de CHF haar waarde behoudt, zijn zij getraind om in tijden van crisis de CHF te kopen.

Tijdens de recente periode van hoge volatiliteit op de financiële markten zagen wij een voorbeeld van dit fenomeen. Na Trump's 'Liberation Day' daalde de Amerikaanse dollar (USD) in waarde ten opzichte van wereldwijde valuta. Zo is de USD vandaag 10% minder waard ten opzichte van de CHF dan in de ochtend van 2 april, en 8% minder waard versus de euro. Wat echter opvalt, is dat de CHF op 2 april ook in waarde steeg versus de euro. Dit staat bekend als een '*flight-to-safety*', waarin investeerders en andere deelnemers op de financiële markten vluchten naar *safe-havens*.

Zoals de bovenstaande grafiek laat zien, kan een *flight-to-safety* op de korte termijn tot grote veranderingen in de wisselkoersen leiden. Echter, dit effect is ook op de lange termijn zichtbaar. Omdat de CHF continu een instroom aan nieuw kapitaal ziet, als onderdeel van defensieve allocaties, wordt de waarde van de CHF over de lange termijn langzaam opgestuwd. Dit is een waardevol gegeven voor lange-termijn beleggers vanuit andere valuta.

Om uit te zoeken waarom Zwitserland als een *safe-haven* wordt gezien, kijken wij naar de kenmerken van de landen achter deze valuta. CME Group, de beheerder van 's werelds grootste derivaten beurzen, [legt uit](#) dat *safe-havens* over het algemeen voldoen aan de volgende criteria:

- Sterke economie
- Politieke stabiliteit en goed bestuur
- Diepe en liquide financiële markten
- Lage inflatie

Sterke economie

Het bepalen van de sterkte van een economie is complex en kan op veel manieren worden gedaan. Voor het doel van dit kwartaalbericht zullen wij het beknopt houden, en ons richten op de aspecten waar wij de meeste waarde aan hechten. Allereerst kijken wij naar de groei van de economie. De belangrijkste bron van langdurige, duurzame economische groei is de groei van de arbeidsproductiviteit. Door innovatie te stimuleren, kunnen landen de algemene productiviteit van de beroepsbevolking aandrijven, waardoor het BBP per hoofd blijvend stijgt.

Landen met de juiste voorzieningen en impulsen zijn een vruchtbare grond voor innovatie. Door ondernemingen te stimuleren om te investeren in onderzoek en ontwikkeling, kunnen deze landen een voorsprong creëren in nieuwe technologieën en hoogwaardige industrieën. Omdat dit vaak de industrieën zijn met hoge groeiverwachtingen en waarbinnen relatief hoge winsten worden gerealiseerd, zijn landen met een hoog innovatief karakter een interessante plek voor ons als *bottom-up* beleggers om op zoek te gaan naar de winnaars van de toekomst.

"Zwitserland is al 14 jaar op rij de meest innovatieve economie ter wereld"

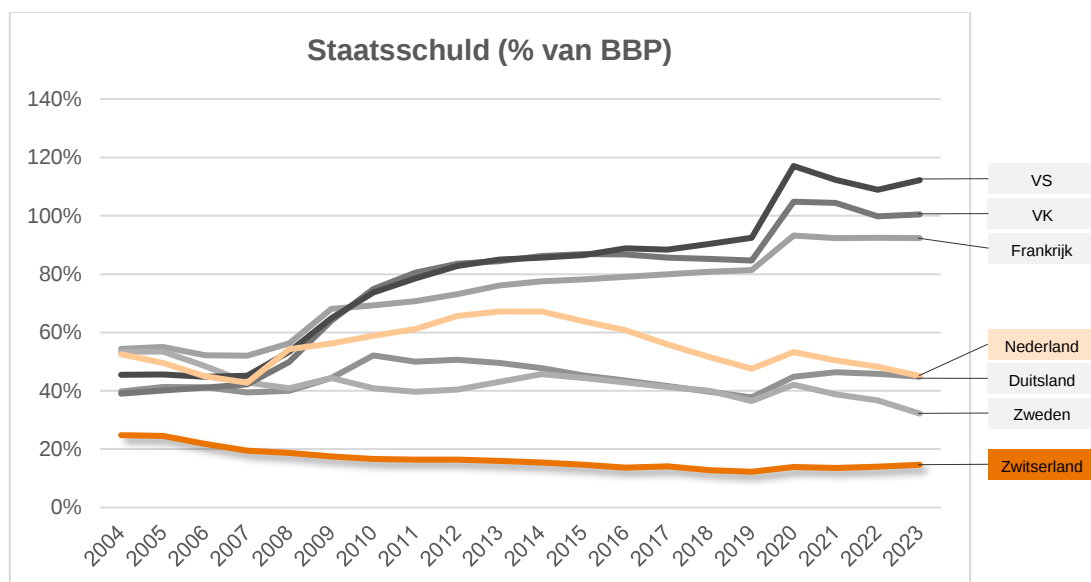
De World Intellectual Property Organization (WIPO) [rangschikt](#) jaarlijks de meest innovatieve economieën in de wereld. In 2024 heeft Zwitserland de #1 positie verworven voor maar liefst het 14^e jaar op rij, met een top tien positie binnen elk van de zes categorieën. Deze resultaten laten zien dat Zwitserland historisch het onderzoek naar, en de ontwikkeling van, nieuwe producten en technologieën binnen de private sector promoot. Nederland heeft in 2024 een respectabele #8 positie bemachtigd, met hoge scores op het gebied van instituties, ontwikkelde bedrijvigheid, en de ontwikkeling van kennis en technologie.

Economy	Overall GII	Institutions	Human capital and research	Infrastructure	Market sophistication	Business sophistication	Knowledge and technology outputs
Switzerland	1	3	4	7	5	4	1
Sweden	2	16	3	1	9	1	2
United States	3	17	12	30	1	2	4
Singapore	4	1	2	11	7	3	9
United Kingdom	5	26	7	18	3	14	5
Republic of Korea	6	24	1	9	15	5	10
Finland	7	4	6	2	11	8	6
Netherlands (Kingdom of the)	8	9	14	25	14	7	8
Germany	9	19	5	27	13	18	11
Denmark	10	2	9	8	21	12	13

Top-10 meest innovatieve economieën in de wereld. Bron: [Global Innovation Index Database](#), WIPO, 2024

Zwitserse bedrijven profiteren ook van de openheid van de economie. De Wereldbank [berekent](#) dat de totale waarde van Zwitserse import en export in 2023 138% van het BBP bedroeg. Dit was lager dan de 166% van Nederland, echter ter vergelijking zaten Duitsland, Frankrijk en het VK respectievelijk op 71%, 83% en 64%. Dit laat zien dat de economie van Zwitserland internationaal zeer verweven is, met een hoge mate aan in- en uitvoer van goederen en diensten, en als gevolg, een hoge mate aan in- en uitvoer van kapitaal.

Een ander belangrijk aspect van een sterke economie is de grootte van de staatsschuld. Dit wordt relatief aan het BBP gemeten, zoals de onderstaande grafiek laat zien. Vergeleken met een groep aan Europese economieën en de VS, heeft Zwitserland in de afgelopen 20 jaar een relatief zeer lage staatsschuld proportioneel aan het BBP gehad. Dit bedroeg slechts 14,7% in 2023 (Nederland zat op 45,1%).



Staatsschuld als % van het Bruto Binnenlands Product (BBP). Bron: [IMF](#) / [CBS](#).

Kredietbeoordelaars als S&P, Moody's en Fitch kijken naast andere meetpunten naar de grootte van de staatsschuld relatief aan de economie en gebruiken dit om de kredietwaardigheid van een land te beoordelen. Zo is de voorspelde groei van de Amerikaanse staatsschuld een van de redenen waarom Moody's recentelijk de kredietbeoordeling van de VS heeft [verlaagd](#) van de hoogste *triple-A* (Aaa) beoordeling naar het een-na-hoogste niveau Aa1 (volgend op de *downgrades* van S&P in 2011 en Fitch in 2023). Daarentegen, een reflectie van het lage

niveau aan staatsschuld relatief aan het BBP, zitten Zwitserland, Nederland, Duitsland en Zweden comfortabel op de bovenste rang, met perfecte *triple-A* beoordelingen van elk van de drie grote kredietbeoordelaars.

Dit gegeven laat zien dat Zwitserland conservatief en verantwoordelijk bestuurd wordt, en dat de economie gedreven kan worden zonder substantiële stimulering vanuit de overheid. Het feit dat het niveau aan staatsschuld over de afgelopen 20 jaar zelfs is gedaald, vooral met oog op de ontwikkeling van de staatsschuld bij de andere ontwikkelde economieën, laat zien dat Zwitserland een zeer gezonde economie heeft.

Politieke stabiliteit en goed bestuur

De Wereldbank [voert](#) jaarlijks metingen uit op 214 landen op het gebied van zes bestuurlijke dimensies, de World Governance Indicators¹, en rangschikt deze landen vervolgens. Met deze data kunnen wij een beeld vormen van de kwaliteit van het bestuur van een land. In het meest recente rapport over het jaar 2023, scoorde Zwitserland op deze categorieën als volgt (waarbij het nummer correspondeert met de rang uit de 214 deelnemende landen):

- Controle van corruptie: #7
- Effectiviteit van de overheid: #2
- Politieke stabiliteit en afwezigheid van geweld/terreur²: #25
- Regelgevende kwaliteit: #10
- Rechtsstaat: #4
- Stem en verantwoording: #3

Wat opvalt aan deze analyse is dat Zwitserland bijzonder hoog staat gerangschikt over alle zes categorieën. Dit laat zien dat het land tot de wereldtop behoort in goed bestuur. Het ervaart weinig corruptie, heeft een kwalitatief goed ambtelijk apparaat, een stabiel politiek klimaat, een vaardige overheid dat ontwikkeling in de private sector promoot, en het is een land waar de regels van de maatschappij worden nageleefd en waar de burgers in vrijheid kunnen leven.

Diepe en liquide financiële markten

Om een idee te krijgen van de 'diepte' van de Zwitserse financiële markten, kijken wij specifiek naar de grootte van de Zwitserse aandelenbeurs en de waarde van de aandelen die hierop worden verhandeld. Bekende namen genoteerd aan deze beurs zijn: Roche, Nestlé, Novartis, Chubb, Richemont, UBS en ABB; elk met een beurswaarde van meer dan € 90 miljard.

Volgens de [World Federation of Exchanges](#), de wereldwijde handelsorganisatie voor beurzen en *clearinghouses*, bedroeg in april jl. de totale marktwaarde van alle bedrijven genoteerd op de SIX Swiss Exchange \$ 2.200 miljard. Dat is bijna drie keer zoveel dan het BBP van Zwitserland. Tijdens deze maand werd \$ 94 miljard aan waarde verhandeld in de 214 bedrijven genoteerd aan deze beurs.

Dit betekent dat de gemiddelde onderneming genoteerd aan deze beurs in april een marktwaarde van \$ 10,4 miljard had en dat er in deze maand gemiddeld \$ 441 miljoen aan waarde per onderneming werd verhandeld. Ter vergelijking, op de Euronext beurzen (Amsterdam, Brussel, Dublin, Lissabon, Milaan, Oslo en Parijs) was de gemiddelde marktwaarde \$ 3,9 miljard en werd \$ 178 miljoen aan waarde verhandeld per onderneming. Alhoewel

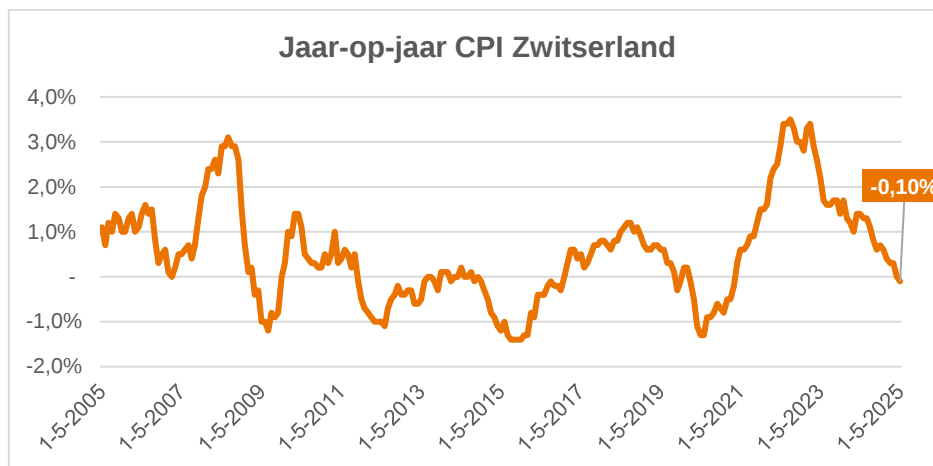
¹ **Controle van corruptie** = het niveau van het gebruik van publieke macht voor persoonlijk gewin (invers); **Effectiviteit van de overheid** = de kwaliteit van het ambtelijk apparaat en het niveau van haar politieke onafhankelijkheid; **Politieke stabiliteit en afwezigheid van geweld/terreur** = de kans op politieke instabiliteit en politiek-gemotiveerd geweld (invers); **Regelgevende kwaliteit** = de vaardigheden van de overheid om beleid en regulering te formuleren en te implementeren dat ontwikkeling van de private sector toelaat en promoot; **Rechtsstaat** = het niveau waarop agenten vertrouwen hebben in, en leven naar, de regels van de maatschappij; **Stem en verantwoording** = de mogelijkheid op participatie van burgers in het kiezen van hun regering, en het niveau van de vrijheid van meningsuiting, de vrijheid van vereniging en de vrije media.

² Deze categorie wordt gedomineerd door eilanden en microstaten waar weinig politiek-gemotiveerd geweld plaatsvindt. In de top 25 zijn naast Zwitserland maar twee andere landen met meer dan 500 duizend inwoners: Singapore (#7) en Nieuw Zeeland (#9).

dit voorbeeld zich alleen op de aandelenmarkt richt, laat dit zien dat de Zwitserse beurs een relatief groot financieel centrum is waar veel kapitaal doorheen stroomt.

Lage inflatie

Als laatste aspect van onze analyse kijken wij naar de inflatie. De consumentenprijsindex (CPI) berekent de jaarlijkse groei in het prijsniveau van een land. Zoals de grafiek hieronder laat zien, ligt de inflatie in Zwitserland historisch zeer laag, en is er momenteel zelfs sprake van een lichte deflatie. Ter vergelijking, de inflatie in Nederland ligt momenteel op 3,3%.



Jaar-op-jaar consumentenprijsindex (CPI) Zwitserland van juni 2005 tot juni 2025. Bron: Refinitiv.

Als gevolg van deze vasthoudende lage inflatie, houdt de Zwitserse Nationale Bank de beleidsrente traditioneel laag. Zo heeft het op 19 juni jl. de beleidsrente opnieuw verlaagd naar het nulpunt, met oog op het tegengaan van verdere deflatie. De beleidsrente van de ECB is recentelijk ook verlaagd, echter 'maar' tot 2,0%. De beleidsrente van de Amerikaanse Federal Reserve is momenteel nog relatief hoog op 4,25% - 4,50%.

Karakteristieken van Zwitserse beursgenoteerde ondernemingen

Nu dat wij hebben vastgesteld dat Zwitserland een *safe-haven* economie is, met een hoge mate aan politieke stabiliteit, een sterke economie, liquide financiële markten en lage inflatie, kunnen wij onderzoeken of Zwitserse beursgenoteerde ondernemingen die in deze omgeving opereren, ook daadwerkelijk succesvol zijn. Dit is waar wij als fundamentele *bottom-up* belegger uiteindelijk het meest geïnteresseerd in zijn.

Als wij als eerst naar de *performance* kijken van de Zwitserse aandelenmarkt, door middel van een ETF, valt op dat een brede groep aan Zwitserse aandelen over de afgelopen 10-jaar geen hoge totaalrendementen heeft gerealiseerd. Zoals de tabel hieronder laat zien, liggen de jaarlijkse samengestelde rendementen substantieel lager vergeleken met brede groepen aan Nederlandse en Zweedse ondernemingen.

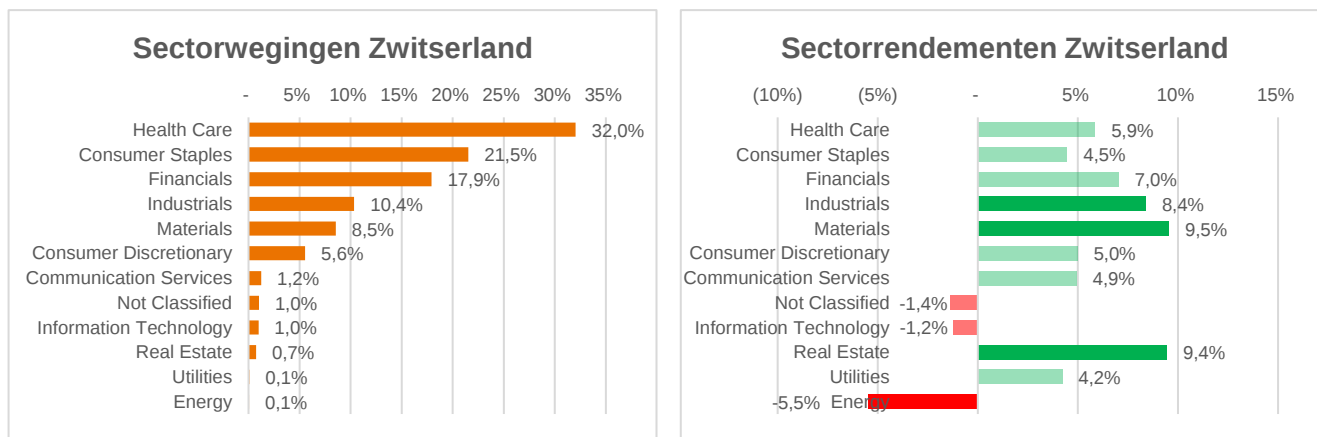
Totaalrendementen	3-jaars	5-jaars	10-jaars
iShares MSCI Netherlands ETF	10,7%	11,4%	10,0%
iShares MSCI Sweden ETF	10,3%	12,3%	9,0%
iShares MSCI Switzerland ETF	3,8%	5,5%	6,2%

Totaalrendementen landen-ETFs (in lokale valuta). Bron: Bloomberg.

Om uit te zoeken wat de oorzaak van deze lage rendementen is, kijken wij naar de contributie van elk van de onderliggende aandelen aan het totaalrendement van de drie ETFs. Dit laat zien dat het verschil in rendementen

voornamelijk voort komt uit de zeer verschillende (sector)composities. Omdat deze drie ETFs elk een reflectie van de economie van het land zijn, zitten er grote verschillen in de wegingen van de sectoren in deze ETFs.

Zo worden de rendementen in de Nederlandse ETF omhoog gedreven door een relatief groot aandeel aan bedrijven in de halfgeleiderindustrie, terwijl het Zwitserse mandje aan aandelen 'geremd' wordt door de gematigde groei in de gezondheidszorg. De Zwitserse bedrijven die het juist goed hebben gedaan, zoals industriële, producenten van basismaterialen en vastgoedbedrijven, hebben tegelijkertijd een relatief lage weging, waardoor de bijdrage aan het rendement vanuit deze sectoren tegenvalt.



Weging en rendement per sector in de iShares MSCI Switzerland ETF. Bron: Bloomberg

Zo zien wij in de bovenstaande grafieken dat de sector gezondheidszorg een weging van 32% heeft in de ETF, terwijl het slechts 5,9% rendement per jaar realiseerde over de afgelopen 10-jaar. Roche en Novartis, de twee grote farmareuzen in deze sector, hebben het relatief slecht gedaan over deze periode en zijn dankzij de hoge weging een blok aan het been van de ETF geweest. De drie sectoren met het hoogste rendement over deze periode – basismaterialen, vastgoed en industriële – genereerden jaarlijks gemiddeld 8% tot 10% aan rendement, echter tellen gezamenlijk maar mee voor 19,6% van de ETF-weging.

Ondanks de matige rendementen van deze selectie aan aandelen, geloven wij dat er veel potentieel te vinden is in Zwitserland, en zien wij meerdere structurele winnaars. Dit zijn partijen die zich hebben kunnen aanpassen aan, en hebben kunnen profiteren van, de unieke omstandigheden van de Zwitserse economie. Belangrijke factoren die de Zwitserse economie beïnvloeden zijn de:

- Hoge arbeidskosten;
- Hoogopgeleide beroepsbevolking;
- Openheid van de economie.

Zwitserland staat voor ons Nederlanders bekend als een duur land. Vanwege hogere salarissen en lagere inkomstenbelasting ligt het besteedbaar inkomen van de gemiddelde Zwitser hoger, wat compenseert voor de hoge prijzen in het land. Voor Zwitserse bedrijven betekent dit echter ook dat de arbeidskosten significant hoger liggen dan in andere Europese (en vooral Aziatische) landen. Dit maakt Zwitserland een zeer onaantrekkelijke locatie voor het produceren van *commodity* producten. Dit zijn producten met een zeer lage mate aan differentiatie waarbij concurrentie voornamelijk plaatsvindt op prijs. Om als bedrijf succesvol te concurreren op dit soort producten, is het een vereiste dat de productiekosten zo laag mogelijk blijven.

Als een van de duurste landen in de wereld in termen van arbeidskosten, is Zwitserland uitermate ongeschikt voor de productie van dit soort producten, zelfs wanneer de lage belastingdruk wordt meegenomen in de berekening. Zwitserse bedrijven hebben zich daarom vroeg moeten aanpassen, en hebben de keuze moeten maken om te vertrekken uit het land of zich te richten op industrieën en producten met een hogere toegevoegde waarde. Het is daarom ook geen verrassing dat Zwitserland vandaag de dag uitblinkt in de farmaceutische industrie en de hoogwaardige industriële productie.

Deze trend gaat hand in hand met de opleidingsgraad van de beroepsbevolking. Omdat specialisatie technologische kennis vereist, zijn bedrijven die zich op geavanceerde productie willen richten afhankelijk van het aanbod aan talentvolle arbeidskrachten. Historisch gezien heeft Zwitserland een groot voordeel op dit gebied ten opzichte van andere Europese landen. De algemeen hoge salarissen en de lage belastingdruk maken het relatief makkelijk voor Zwitserse bedrijven om talent aan te trekken, vooral vanuit de Duitstalige buurlanden Oostenrijk en Duitsland. Daarnaast wordt Zwitserland wereldwijd gezien als een van de beste landen om in te wonen, – zo staan Zurich en Genève in [Forbes](#)’ wereldwijde top-5 beste steden om in te wonen – dus zijn arbeidskrachten ook bereid om naar Zwitserland te verhuizen voor deze banen.

Daarnaast heeft de openheid van de economie een belangrijke rol gespeeld in de ontwikkeling van deze gespecialiseerde industrieën. Omdat de interne markt relatief klein is, is de vraag voor geavanceerde producten niet hoog genoeg om de benodigde schaal te realiseren waarop de hoge operationele kosten kunnen worden gedragen. Sterke wereldwijde handelsrelaties en een cultuur dat het bedrijven van vrije handel bevordert, zijn daarom vereist om de ontwikkeling van deze industrieën toe te staan. Als neutraal land staat Zwitserland traditioneel open voor vrije relaties en handel met de verschillende wereldwijde machtsblokken, wat een grote bijdrage heeft geleverd aan de ontwikkeling van hun hoogwaardige economie.

Bedrijfsbezoeken Zwitserland

Afgelopen maart zijn wij op bezoek geweest bij drie Zwitserse ondernemingen. Het doel van deze bedrijfsbezoeken was om een beeld te vormen van de organisaties achter de cijfers. Door fysiek rond te lopen door het kantoor en de fabriek van een bedrijf en door de leden van de Raad van Bestuur persoonlijk te spreken, kunnen wij een beter gevoel krijgen bij de cultuur van de bedrijven en een idee vormen over de richting die zij zullen nemen in de komende jaren.



Beelden van de bedrijfsbezoeken. Bron: AVF.

Zonder in detail te gaan over welke bedrijven dit zijn, kunnen wij verklappen dat zij alle drie producenten van gespecialiseerde kapitaalgoederen zijn. Deze bedrijven zijn structurele winnaars en hebben succesvol kunnen inspelen op de trends die wij hierboven hebben beschreven. Daarnaast zijn ze de absolute wereldmarktleiders in hun niche.

Mede dankzij de hoge arbeidskosten in het thuisland, hebben deze drie ondernemingen elk de keuze gemaakt om specialist te worden in kleine, zeer winstgevende niches binnen hun sector. De redenering hierachter is dat een specialist zich volledig kan richten op de ontwikkeling van een gelimiteerd aantal technologieën, en hieruit technologisch leiderschap kan opbouwen, waardoor het niet op prijs hoeft te concurreren zoals bij *commodity* producten. Dankzij de hoogopgeleide beroepsbevolking en de aantrekkingskracht van het land voor hoogopgeleide

immigranten en expats, hebben deze bedrijven de juiste kennis kunnen opbouwen om technologisch leider te worden in hun respectievelijke niches.

Omdat klanten de voorkeur geven aan de superieure producten van deze partijen, hebben zij elk een substantieel marktaandeel kunnen vergaren. Tegelijkertijd kunnen zij hogere prijzen vragen voor hun producten dan de concurrentie omdat deze meer waarde kunnen creëren voor de klant. Dit zorgt voor hoge brutowinstmarges, terwijl de hogere volumes in de productie ook tot lagere operationele kosten (schaalvoordelen) leiden. Onderaan de streep realiseren zij daarom relatief hoge nettowinstmarges. Gemiddeld zitten deze drie ondernemingen op een brutowinstmarge van ruim 58% en een nettowinstmarge van boven de 18%.

In de onderstaande tabel vergelijken wij hen met de vier producenten van kapitaalgoederen binnen de Amsterdam Midkap Index (AMX-index). Dit laat zien dat de omzet per werknemer gemiddeld 60% hoger ligt en de brutowinst per werknemer 75% hoger. Dit is een directe reflectie van de hogere toegevoegde waarde dat wordt gecreëerd door specialisatie in geavanceerde producten, consistent met de hogere uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling (R&D) als percentage van de omzet. De nettowinst per werknemer ligt zelfs bijna vier keer hoger. Tegelijkertijd zien we dat de kapitaaluitgaven als percentage van de omzet gemiddeld meer dan 2%-punt lager liggen bij de Zwitserse ondernemingen, wat laat zien dat zij minder kapitaalintensief kunnen opereren of hun kapitaal efficiënter aan het werk kunnen zetten.

	Bezochte bedrijven	AMX-index: kapitaalgoederen³
Omzet per werknemer	€ 375.000	€ 234.000
Brutowinst per werknemer	€ 220.000	€ 125.000
Nettowinst per werknemer	€ 65.000	€ 17.000
Brutowinstmarge	58,7%	53,5%
Nettowinstmarge	18,3%	7,2%
R&D / omzet	6,8%	4,1%
Capex / omzet	5,6%	7,8%

Financiële resultaten Zwitserse en Nederlandse kapitaalgoederenproducenten. Bron: Refinitiv

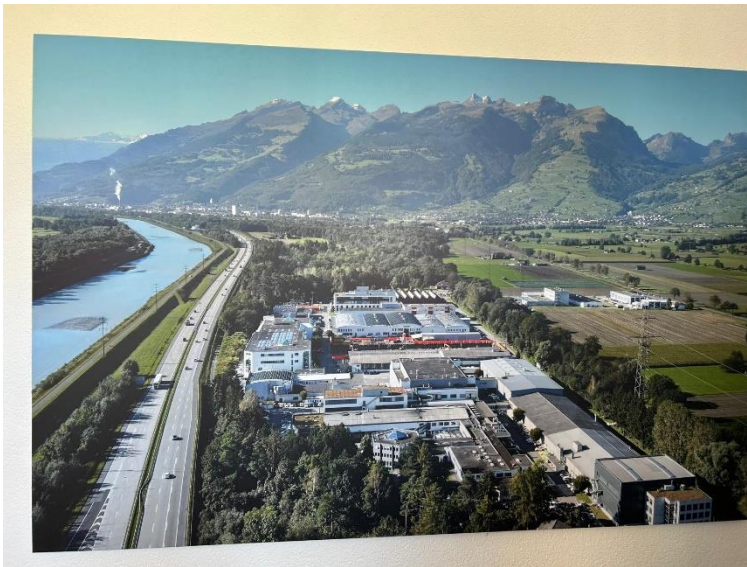
Een volgend karakteristiek dat deze bedrijven gemeen hebben, is dat zij elk bestuurd worden door een bescheiden en conservatief management; een karakteristiek van de Zwitserse bedrijfscultuur. Dit hebben wij tijdens onze bedrijfsbezoeken kunnen ervaren in persoonlijke gesprekken met leden van de Raad van Bestuur. Wij zien bij elk van de drie ondernemingen een managementteam dat met beide benen op de grond staat, dat conservatieve omzet- en winstverwachtingen communiceert – en waar het vaak beter op presteert dan verwacht –, en een hoge focus heeft op organische groei vanuit de eigen innovatie en ontwikkeling, boven groei vanuit acquisities. Een verdere bevestiging van deze conservatieve cultuur is te zien in de lage schuldposities die deze bedrijven dragen. Voor elk geldt dat de nettoschuld – de schuld minus de cashpositie – zeer laag of zelfs negatief is.

Samenvattend, wij zien bij deze drie kwaliteitsbedrijven een conservatieve en minder opportunistische cultuur, waarbij gestuurd wordt op regelmaat en de stabiele incrementele ontwikkeling van het productaanbod met productkwaliteit als hoogste prioriteit. Wij geloven dat dit de onderliggende reden is van het succes van deze ondernemingen. De meest belangrijke karakteristieken die wij terug zien zijn:

- Actief in hoogwaardige groeisectoren;
- Conservatieve bedrijfscultuur;
- Hoge winstmarges;
- Hoge R&D uitgaven;

³ Aalberts, Fugro, Signify en TKH

- Lage belastingdruk;
- Lage kapitaaluitgaven;
- Zeer lage (of negatieve) netto schuldpositie.



Beelden van de bedrijfsbezoeken. Bron: AVF

Conclusie

Met de uitbreiding van ons beleggingsuniversum zijn wij hard op zoek naar nieuwe participaties om de kwaliteit van onze portefeuille en het rendementspotentieel te verhogen. Omdat ons universum is gegroeid van ongeveer 50 bedrijven in Nederland naar bijna 1.900 bedrijven verspreid door West-Europa, kunnen wij zeer kritisch en selectief zijn in onze beleggingskeuzes.

Wij zien veel potentieel in Zwitserland omdat de ondernemingen in dit land zich hebben moeten aanpassen om te overleven in een zeer dure omgeving. Dit heeft geleid tot een transformatie van de economie naar hoogwaardige productie, gedreven door kennis en technologische innovatie en een conservatieve maar pragmatische bedrijfscultuur. De drie bedrijven die wij hebben bezocht zijn uitstekende voorbeelden van kwaliteitsondernemingen die in deze omstandigheden zijn gevormd tot wereldmarktleiders in hun niche. Wij zullen deze unieke Zwitserse bedrijven nauwlettend blijven volgen. Aangezien ze alle drie voldoen aan onze strenge beleggingscriteria is er een reële kans dat een of meerdere Zwitserse participaties op den duur zullen worden toegevoegd aan onze portefeuille.

Vooruitzichten

Wereldwijde aandelenmarkten begonnen vanaf 9 april jl., nadat Trump de hoge handelstarieven tijdelijk verlaagden, aan een fenomenale koersrally van tientallen procenten waarbij vele oude beursrecords de afgelopen weken zijn gesneuveld. Het tweede kwartaal was voor aandelenbeleggers dan ook in historisch perspectief een van de beste kwartalen ooit.

Ook voor aandeelhouders Add Value Fund was het tweede kwartaal gunstig met een netto rendement van +17,9% en was het koersherstel vanaf het dieptepunt op 10 april jl. buitengewoon met een koersstijging van +29%. Daardoor werd het eerste halfjaar per saldo afgesloten met een dubbelcijferig netto rendement van +10,8%.

Niet alle beleggers konden profiteren van deze hoge rendementen vanwege de sterke waardedaling van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro. De ‘greenback’ verloor zelfs 10% in het tweede kwartaal en over het eerst halfjaar zelfs 14%, dit was de grootste waardedaling sinds 1973 (!). De belangrijke aandelengraadmeters voor vermogensbeheerders, zoals de S&P 500 index en de MSCI World index, behaalden in euro's gemeten negatieve rendementen van respectievelijk -3% en -7%.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Zoals wij al in dit kwartaalbericht aanhaalden zullen ook met name onze twee grootste participaties, chipmachinemakers ASM en Besi, hinder ondervinden van de zwakke Amerikaanse dollar. Dit komt doordat de omzet grotendeels in US dollar wordt behaald. Alhoewel het niets zegt over de operationele gang van zaken zal het translatie-effect een negatieve impact hebben op de *bottom-line* resultaten voor het tweede kwartaal.

Omdat meer dan 40% van onze totale portefeuille omzet in Amerikaanse dollars wordt behaald, zal dit (tijdelijk) invloed hebben op de resultaten van onze participaties. Desondanks blijven wij optimistisch gestemd over het winst- en groeipotentieel voor de tweede helft van dit jaar. Onze verwachting is nog steeds dat 95% van onze portefeuillemening een hogere winst per aandeel in 2025 zal realiseren dan in 2024. Ruim 45% van de portefeuillemening koopt momenteel eigen aandelen in die de winst per aandeel groei ondersteunen.

Ondanks alle handelsperikelen en de zwakke Amerikaanse dollar kijken wij met vertrouwen uit naar de tweede kwartaalcijfers van onze participaties die vanaf 17 juli zullen worden gepubliceerd. We handhaven dan ook de gewogen winstgroei verwachtingen van onze portefeuille van tenminste 25% in 2025.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding voor 2025 van 17,0 en een gewogen dividendrendement van 2,5%.

Zoals wij al in [april](#) en [juni](#) hebben geschreven, zijn wij nog steeds van mening dat, onvoorziene omstandigheden daargelaten, 2025 een bovengemiddeld goed beleggingsjaar belooft te worden. Al onze participaties, behalve Nedap, staan nog steeds ver verwijderd (vele tientallen procenten of meer) van hun *all-time high* beurskoersen terwijl de bedrijfswinsten de afgelopen jaren zijn gestegen. De relatieve waardering van onze portefeuille is dus goedkoper geworden. Wij zijn ervan overtuigd dat de *all-time high* beurskoersen uit het verleden vroeg of laat zullen worden overtroffen. Geduld is daarbij een schone zaak en wat in het vat zit verzuurt niet (!).

Met vriendelijke groet

Beheerteam,

Amsterdam, 15 juli 2025

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:						
Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum.	473,2%	226,4%	126,2%	280,4%
Fondsvermogen	€ 155,9 mln	2025	10,8%	5,6%	11,7%	22,2%
Beurskoers	€ 105,09	2024	-0,7%	14,7%	-7,4%	9,3%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 105,41	2023	29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
Aantal uitstaande aandelen	1.478.978	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

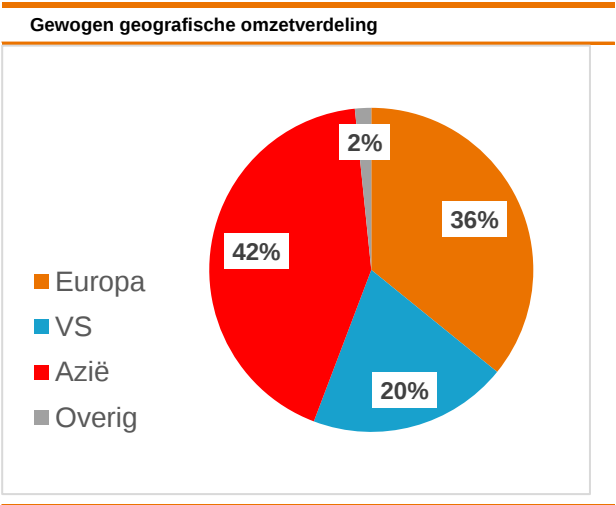
Rating	
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Gold

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	1,5%	10,6%	16,0%	12,1%	9,9%
AMX-index	8,7%	3,7%	7,2%	5,5%	4,5%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 30-06-2025. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/renderementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX	Samenstelling naar beurswaarde		AVF	AMX
Schuld ratio	0,3	2,8	> € 5 miljard		36,0%	25,8%
% Positieve maanden	60,2%	59,3%	> € 2 miljard		5,0%	53,5%
% Positieve jaren	72,2%	66,7%	> € 1 miljard		29,9%	20,7%
Maximale drawdown	-56,6%	-64,2%	> € 500 miljoen		6,0%	0,0%
% jaren outperformance	66,7%		< € 500 miljoen		23,1%	0,0%
Active share vs. AMX	91,0%					
Standaard deviatie (10 jaar)	18,2%	18,2%				
Top-3 holdings % van totaal	51,8%	22,2%				
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	11,9%					
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,4%					
Beta (5 jaar)	0,88					
Beta (sinds begin)	0,90					
Sharpe ratio (5 jaar)	0,98	0,55				
Sharpe ratio (sinds begin)	0,66	0,58				

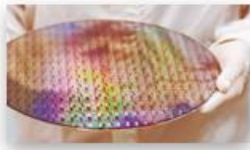
Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁴	21,7	12,7
Koers/winst-verhouding ²⁰²⁵	17,0	11,2
Dividendrendement ²⁰²⁴	2,2%	5,7%
Dividendrendement ²⁰²⁵	2,5%	4,1%



Building & Industrial
Solutions



SEMICON



SOFTWARE



addvalue FUND

FINTECH
AGRITECH



Healthy Food



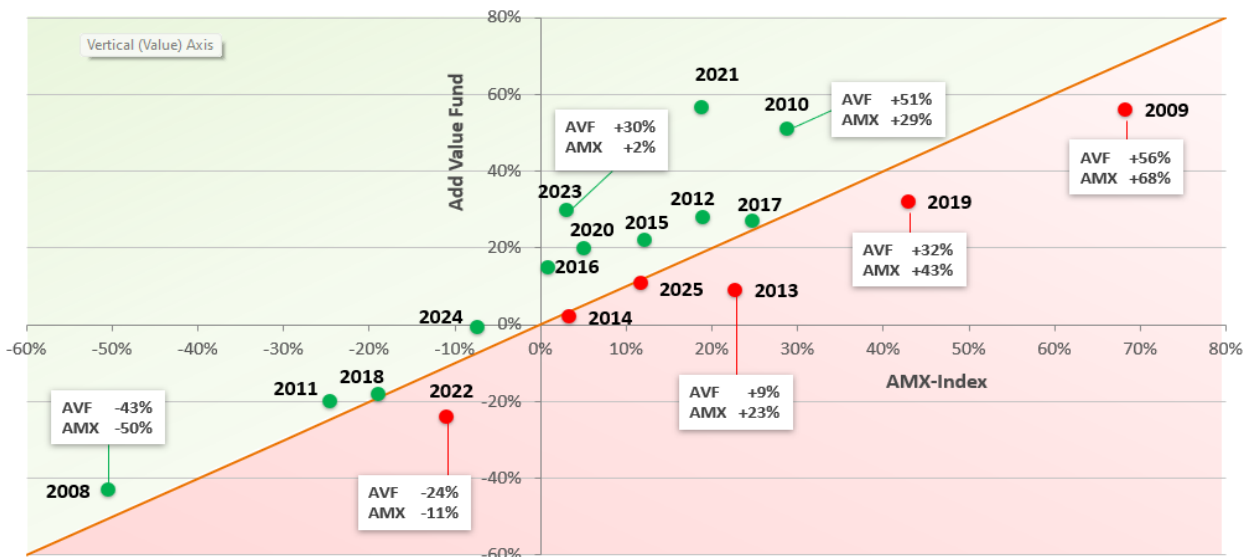
Renewable Energy /
Electrification



Industry 4.0

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.