MAANDBERICHT OKTOBER 2026

addvalue FUND
The specialist in small and midcaps

NAV:	AuM:	MTD:	YTD:
€ 129,98	€ 172.632.517	-7,0%	+22,4%

Loop geen onnodig risico. 1 2 3 4 5 6 7 — Lees het essentiële-informatiedocument.

Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkten sloten de maand oktober gemixt af. De AEX-Index steeg met +1,8% naar 1.134,4, de Amsterdam Midkap Index nam toe met +1,3% en eindigde op 1.096,0 en de Amsterdam SmallCap Index koerste -5,7% lager naar 1.484,6.

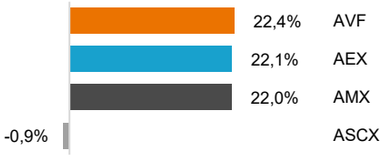
De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in oktober met -7,0% van € 139,72 naar € 129,98. Over de eerste tien maanden van 2026 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van +22,4% gerealiseerd.

Het fondsvermogen per 31 oktober 2026 bedroeg € 172,6 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 167,4 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind oktober een creditsaldo en overige overlopende posten van 3,0% van het fondsvermogen.

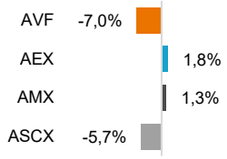
1) In oktober realiseerden 4 van de 12 participaties een positieve koersperformance en op een 12-maands basis noteerden 7 van de 12 participaties een positieve koersperformance;
2) Afgelopen maand presteerde **Nemetschek (+23,5%)** het beste in de portefeuille. Het wordt beleggers duidelijk dat de onderneming beter beschermd is tegen AI-disruptie dan gevreesd, en dat de stevige koersdalingen van eerder dit jaar overdreven zijn;
3) Afgelopen maand presteerde **Besi (-19,7%)** het slechtst in de portefeuille. Ondanks uitstekende derdekwartaalcijfers en vooruitzichten voor de halfgeleidermarkt worden beleggers geleid door het zeer negatieve beurssentiment in AI-gerelateerde sectoren.

Rendement

%-verandering 2026 (incl. dividend)

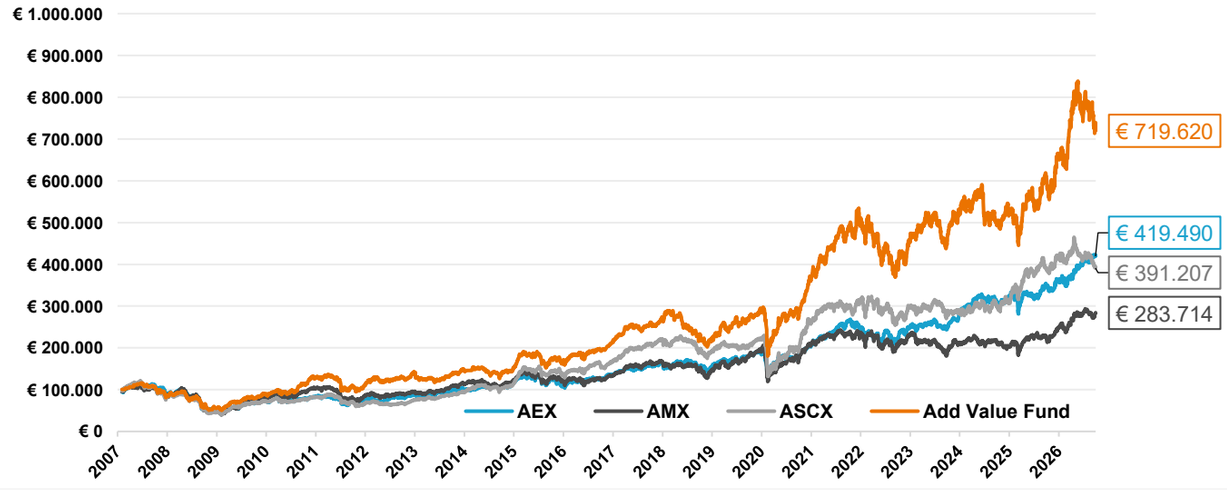


%-verandering maand (incl. dividend)



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. Nedap	15,9%	1. Nemetschek	23,5%	1. Besi	-19,7%
2. ASM	15,2%	2. Planisware	11,7%	2. ASM	-17,8%
3. Besi	13,4%	3. Acomo	0,2%	3. Flow Traders	-13,4%

Waardegroei €100.000 sinds start Add Value Fund vs. Indices



Bron: Refinitiv / AVFM; peildatum: 31/10/2026

Inleiding

In de maand oktober kwamen de meeste van onze participaties met hun derdekwartaalcijfers naar buiten. Het overgrote deel, behalve fintech participatie Flow Traders, liet betere bedrijfscijfers zien dan wij hadden voorzien. Ook de vooruitzichten voor het vierde kwartaal en volgend jaar zijn over het algemeen positief. Een aantal van onze participaties, zoals elektromagnetenproducent Kendrion en chipmachinemaker ASM, gaven aan hun financiële middellange termijn doelstellingen veel eerder te behalen dan verwacht.

Ondanks de veelal uitstekende bedrijfscijfers en vooruitzichten, daalden de beurskoersen van de meeste participaties in de verslagmaand waarbij met name de chipmachinemakers, ASM en Besi, forse klappen kregen met koersdalingen van -17,8% en -19,7%, respectievelijk. Daarentegen stegen de twee buitenlandse softwareparticipaties, Nemetschek en Planisware, met respectievelijk +23,5% en +11,7%. Deze twee relatief nieuwe loten aan de stam, met een portefeuilleweging van in totaal ruim 12%, konden echter niet voorkomen dat de maand oktober werd afgesloten met een negatief rendement van -7,0%.

In dit maandbericht gaan wij dieper in op de derdekwartaalcijfers, de vooruitzichten voor geheel 2026 en de middellange termijn doelstellingen van onze participaties.

Veel leesplezier!

Derde kwartaalcijfers en vooruitzichten over het algemeen beter dan verwacht

In de verslagmaand publiceerden acht van de twaalf participaties hun derdekwartaalcijfers. Zoals in de inleiding al aangegeven, waren die nagenoeg allemaal beter dan wij hadden verwacht. De enige die echt teleurstelde was Flow Traders.

De Europese marktleider en liquiditeitsverschaffer in *Exchange Traded Products* waarschuwde al eerder tijdens een zogenaamd vooroverleg met *sell-side* analisten dat de netto handelsinkomsten in het derde kwartaal fors lager zouden uitkomen ten opzichte van het sterke tweede kwartaal. Normaliter is het derde kwartaal altijd het minst sterke kwartaal van het jaar vanwege de lagere handelsvolumes in de zomerperiode.

Vanwege het seizoenspatroon en de waarschuwende woorden van het management hielden wij al rekening met een fors lager netto handelsresultaat. Dit in tegenstelling tot *sell-side* analisten die er nog steeds van uitgingen dat het netto handelsresultaat nog ver boven de € 115 miljoen zou uitkomen (Q2 2026: € 148 mln). De teleurstelling was dan ook groot toen het netto handelsresultaat uitkwam op slechts € 84,5 miljoen. Nadat de beurskoers eerst een duikvlucht maakte van bijna 12%, sloot het aandeel per saldo ruim 3% lager. Ondanks dat we een fors lager netto handelsresultaat zagen aankomen, zakte Flow Traders naar onze mening door een ondergrens. Met een handelskapitaal, dat inmiddels is opgelopen tot ruim € 1,1 miljard, zou de onderneming ieder kwartaal tenminste € 100 miljoen aan netto handelsinkomsten moeten genereren. Als Flow Traders minimaal 50% rendement op het handelskapitaal wil blijven behalen, dan moet het met het huidige handelskapitaal jaarlijks minimaal € 550 miljoen aan netto handelsinkomsten realiseren.

Over de eerste drie kwartalen van 2026 heeft de onderneming in totaal € 388 miljoen aan netto handelsinkomsten gerealiseerd, oftewel een nettowinst van € 98 miljoen en een winst per aandeel van € 2,22. Gezien de zwakke prestaties in het derde kwartaal zijn wij genoodzaakt om onze winst per aandeel taxatie voor geheel 2026 te verlagen van € 3,50 naar circa € 3,00 per aandeel. Flow Traders is de enige participatie waarvan wij dit jaar de winsttaxaties hebben verlaagd. Gezien de absurd lage waardering – *het aandeel noteert inmiddels onder het eigen vermogen per aandeel* – en ons vertrouwen dat de middellange termijn doelstelling van € 1 miljard aan netto handelsinkomsten in 2030 zal worden gerealiseerd, ligt een forse *re-rating* van het aandeel in het verschiet naar gelang de prestaties gestaag zullen verbeteren. Een waardering van drie keer het eigen vermogen is dan niet ondenkbaar, zoals in het verleden het geval was. Daarmee doet Flow Traders nog steeds een forse discount ten opzichte van de enige beursgenoteerde Amerikaanse concurrent Virtu, waarvan de beurskoers dit jaar met 75% is gestegen (Flow Traders: -10%) en bijna vier keer het eigen vermogen per aandeel noteert.

Participatie Acomo, ook een handelshuis maar dan in voedingsingrediënten, kwam met een korte Q3 *trading update* die redelijk *in line* lag met onze verwachtingen. Vier van de vijf segmenten realiseerden een omzetgroei waarvan het herstel in de zadendivisie, na een periode van krimp, en de sterke omzetgroei van +70% (inclusief een overname) van de voedingsdivisie, in het oog sprongen. De enige dissonant was de organische divisie waar de Amerikaanse sinaasappel *business* roet in het eten gooide, waardoor de omzet met 5% daalde. Per saldo sloot Acomo het derde kwartaal licht lager af met een groepsomzet van € 353 miljoen (Q3 2025: € 357 mln). Over de eerste negen maanden van het jaar daalde de groepsomzet, gecorrigeerd voor valuta invloeden, met 3% naar ruim € 1 miljard. Ondanks een vrij stabiel jaar ten opzichte van het recordjaar 2025 is Acomo goed op weg om hun middellange termijn doelstellingen van € 2 miljard omzet en € 190 miljoen aan EBITDA in 2030 te realiseren. Dat betekent een kleine 50% omzetstijging en ruim 60% stijging van de EBITDA ten opzichte van het recordjaar 2025.

De grootste sportschoolketen van Europa, Basic-Fit, rapporteerde voor de derde keer op rij puike kwartaalcijfers. De onderneming heeft na een aantal lastige jaren door corona de wind weer vol in de zeilen. Net als in de voorgaande kwartalen hield de sterke groei van het netto aantal leden aan in het derde kwartaal, waardoor over de eerste drie kwartalen het aantal leden van de eigen clubs met 15% toenam naar 5,42 miljoen. Door de sterke ledengroei, met name in Frankrijk en Spanje, zit Basic-Fit weer ruim boven de 3.000 leden gemiddeld per eigen club. De doelstelling op middellange termijn is te groeien richting 3.200 leden per club. Ook de omzet per lid steeg over de eerste negen maanden van € 25,28 in 2025 naar € 25,64 in 2026. Daarnaast valt op dat de gemiddelde abonnee steeds langer lid blijft bij Basic-Fit. De verwachting voor 2026 is dat voor het eerst in het bestaan leden gemiddeld langer dan 24 maanden lid blijven. Dat sporters bij Basic-Fit tevreden zijn, zien we ook terug in de gestaag stijgende rating bij Google naar nu 4,5 sterren van de maximaal 5.

Bovenstaande vertaalde zich in een omzetgroei van 18% over de eerste negen maanden van 2026 naar € 1,2 miljard. Vanwege de goede gang van zaken handhaaft Basic-Fit, nadat de onderneming al meermaals de doelstellingen voor dit jaar heeft verhoogd, de doelstellingen voor 2026 waarbij de jaaromzet zal uitkomen op circa € 1,67 miljard en de EBITDA op circa € 445 miljoen, beiden een nieuw record. Daarnaast verwacht Basic-Fit dat de vrije kasstroom dit jaar fors zal toenemen (> € 100 miljoen) en de nettoschuldverhouding ten opzichte van de EBITDA per ultimo december net boven de twee keer zal uitkomen.

Sinds lange tijd presteert Basic-Fit beter dan verwacht maar zien we dit nog niet terug in de beurswaardering. Als de onderneming de sterke ledengroei en het positieve winstmomentum weet vast te houden, verwachten wij dat de *all-time high* beurskoers van bijna € 50,- uit 2021 op termijn ruimschoots wordt overtroffen. De recente aankoop van de Amerikaanse concurrent Planet Fitness van een Portugese sportschoolketen voor € 100 miljoen, oftewel € 4 miljoen per club, geeft aan dat de waardering van Basic-Fit nog ruimschoots kan verdubbelen vanaf de huidige beurskoers van € 31,-.

Europa's grootste funderingsbouwer van stalen buizen voor windmolens op zee, Sif Group, kwam met derde kwartaalcijfers die *in line* lagen met de verwachtingen van de onderneming. De EBITDA in Q3 kwam uit op € 25 miljoen en lag daarmee hoger dan het eerste en tweede kwartaal. Over de eerste drie kwartalen werd een EBITDA behaald van € 68 miljoen, een stijging van +156% ten opzichte van het zwakke jaar 2025. Daarnaast handhaaft Sif de EBITDA-doelstelling voor 2026 van € 95 miljoen, een nieuw record. Tot zover het goede nieuws.

Sif zit al ruim een jaar in spanning voor een definitief akkoord voor een groot project van 190 kiloton dat de gehele jaarproductie van Sif omvat. Dit hele grote project, voor de kust van IJmuiden, met een verwachte EBITDA opbrengst van tenminste € 160 miljoen, zou aanvankelijk begin volgend jaar van start gaan en is nu met minimaal zes maanden uitgesteld. Hierdoor komt Sif in een heel lastig parket te zitten waarbij de kosten voor 2027 gewoon doorlopen terwijl er nog geen opbrengsten tegenover staan. Sif heeft maatregelen genomen om een gedeelte van de resterende productie voor 2026, waar dat kan, op te schuiven naar 2027. En in plaats van drie productielijnen zijn er nu nog twee actief op de Maasvlakte 2 en zal de productiecapaciteit in Roermond ook worden afgeschaald tot aan de zomer van 2027. Normaliter betalen opdrachtgevers vooruit, waardoor Sif aan het einde van het derde kwartaal een negatief werkkapitaal had van € 110 miljoen. Aangezien het grote project al ruim een half jaar is uitgesteld en nog onzeker is of het überhaupt doorgaat, komt de kasstroom en de financiering bij banken in het geding. Sif had per eind september nog € 35 miljoen in kas, een afname van 63% ten opzichte van Q3 2025. Des te langer de onzekerheid duurt, des te groter de liquiditeitsproblemen worden.

Sif is nu in gesprek met haar banken en de grootste aandeelhouder Peter Visser van investeringsmaatschappij Egeria, die de meerderheid van de aandelen in handen heeft, over een structurele oplossing. Tot die tijd kan Sif geen gebruik maken van de € 50 miljoen kredietlijn van de banken. Daarnaast is er een BAVA uitgeschreven voor aanstaande 22 december waardoor er een mogelijkheid gecreëerd kan worden om extra aandelen uit te geven om nieuw kapitaal op te halen. Omdat de voorbereidingen van het Noordzeker project nog steeds plaatsvinden en Sif door de Nederlandse overheid is aangemerkt als bedrijf van nationaal belang bij de energietransitie, achten wij de kans meer dan 50% dat het project uiteindelijk toch doorgaat.

Door alle onzekerheid is de beurskoers van Sif na dit kwartaalbericht wel met tientallen procenten gedaald en staat het inmiddels ruim 70% onder het eigen vermogen van circa € 7,- per aandeel. Er breken dus spannende tijden aan voor Sif en alles valt of staat met de vraag of het grote project doorgaat. Sif is al heel lang geen *core holding* in de portefeuille en bedraagt nu nog slechts 0,5% van het fondsvermogen. De schade is al geleden en er zal niet veel bloed meer uitvloeien. We handhaven de kleine positie omdat we de kans reëel achten dat het project uiteindelijk toch nog definitief doorgaat.

De wereldmarktleider in project portfolio management software, Planisware, kwam wederom met uitstekende kwartaalcijfers. De omzetgroei in Q3 trok verder aan met +15,6% naar € 57,4 miljoen. De wederkerende omzet versnelde met ruim 17% naar € 51,7 miljoen en bedraagt nu 90% van de groepsomzet (Q3 2025: 88,7%). Wat weer opviel was de sterke groei in de aanwas van nieuwe grote klanten. Meer dan 70% van de autonome omzetgroei in Q3 kwam van nieuwe klanten, een absoluut nieuw record en geeft aan dat Planisware op de goede weg is en marktaandeel wint. Planisware introduceerde in het derde kwartaal de *beta* versie van de *hybride agent* Prisma. Deze nieuwe *AI-tool* zal vanaf volgend jaar extra bijdragen aan de omzetgroei en winstmarge.

Zoals we uitgebreid in ons vorige kwartaalbericht hebben toegelicht, zal Planisware tot de absolute AI-winnaars behoren. De beurskoers is dan ook aan een sterke opmars bezig en is sinds het dieptepunt medio maart nagenoeg verdubbeld. Door de verdere koersstijging (+12%) in de verslagmaand staat het aandeel, als een van de weinige softwareaandelen, dit jaar boven water. Doordat we de positie begin dit jaar tegen afbraakkoersen door de AI-angst nagenoeg hebben verdubbeld, draagt Planisware dit jaar aanzienlijk bij aan de *performance*. Als de voorspellingen in onze diepgaande *investment case* van april 2025 uitkomen, dan kan de beurskoers vanaf het huidige koersniveau van € 25,- nog ruimschoots verdubbelen.

De twee chipmachinemakers en wereldmarktleiders, ASM en Besi, kwamen met uitstekende kwartaalcijfers naar buiten waarbij ASM absoluut de kroon spande.

De absolute marktleider in ALD-chipmachines, met wereldwijd ruim 55% marktaandeel, liet namelijk nu al weten dat de doelstellingen van 2030 al volgend jaar behaald zullen worden. Dat betekent dat de omzetdoelstelling van tenminste € 5,7 miljard, die vorig jaar september tijdens de *Investor Day* in Londen werd afgegeven, al in 2027 wordt bereikt (!). Dat is maar liefst drie jaar eerder dan gepland. Daarnaast geeft ASM, voor het eerst in de bedrijfsgeschiedenis, al een omzetdoelstelling een jaar vooruit. Dit geeft aan dat ASM vol zelfvertrouwen is over de vooruitzichten voor 2027 en daarna. Tijdens de toelichtingen op de derdekwartaalcijfers van 2026 proefde je dat de omzetdoelstelling voor 2027 erg conservatief is en de € 6 miljard omzetgrens naar alle waarschijnlijkheid al volgend jaar wordt doorbroken.

Over het afgelopen kwartaal werden wederom alle records gebroken. De omzet steeg met +45% naar € 1,15 miljard en het bedrijfsresultaat (EBIT) steeg met +56% nog harder naar een nieuw kwartaalrecord van € 379 miljoen, oftewel een EBIT-marge van een kloeke 32,7%. Voor het vierde kwartaal van 2026 verwacht ASM een soortgelijke omzet als Q3 met een bandbreedte van -5% tot +5%. De groepsomzet voor geheel 2026 zou alsdan uitkomen op circa € 4,2 miljard, een stijging in constante valuta van +35% waarbij de omzet uit chipmachines circa 40% zal stijgen. En de omzet uit de wederkerende onderdelen en servicedivisie (circa 20% van de groepsomzet) zal in 2026 met ruim 30% toenemen.

Ondanks de uitstekende kwartaalcijfers en de puike omzetvooruitzichten van tenminste € 5,7 miljard in 2027, oftewel een autonome omzetgroei van minimaal 35% vanaf een recordjaar, is de beurskoers sinds de *all-time high* op 22 juni jl. (€ 1.092,50) met ruim 40% gedaald (!). Doordat de bedrijfswinst (EBIT) in 2026 met circa 50% zal

toenemen terwijl de beurskoers dit jaar met ‘slechts’ 28% is gestegen, is de relatieve waardering aanzienlijk goedkoper geworden.

Kijkend naar de vooruitzichten voor volgend jaar, geeft ASM nu al aan dat de bedrijfswinst (EBIT) in 2027 met tenminste 35% zal stijgen. Het zal ons echter niets verbazen, gezien het uitstekende *track record* van *underpromise and overdeliver,* dat de winstgroei eerder richting de +50% zal bedragen. Op basis hiervan zal de winst per aandeel in 2027 ruimschoots boven de € 35,- per aandeel uitkomen (2026: circa € 24,-). Met het huidige koersniveau van € 658,- staat het aandeel ASM ‘slechts’ minder dan 19 keer de verwachte winst 2027. De laatste keer dat de koerswinstverhouding onder de 20 grens lag was begin 2022 toen Rusland Oekraïne binnenviel. De gemiddelde koerswinstverhouding van ASM lag over de afgelopen vijf jaar op ruim 33. Gezien onze verwachte samengestelde groei van de winst per aandeel over de periode 2027 tot en met 2030 van ruim 25%, is het aandeel momenteel spotgoedkoop.

De winstgroei van gemiddeld ruim 25% per jaar ligt nu ruimschoots boven de verwachte koerswinstverhouding 2027 van 19 keer waardoor de belangrijke *Price Earnings to Grow* ratio (PEG-ratio) ruimschoots onder de 1 noteert. Zo’n lage PEG-ratio komt zelden voor bij ASM en succesvolle groeiaandelen. De befaamde en een van de meest succesvolle beleggers aller tijden, Peter Lynch van Fidelity, noemde destijds aandelen met een PEG-ratio van onder de 1 zelfs een *bargain*.

Blijkbaar denkt ASM er hetzelfde over. De onderneming kondigde namelijk gelijktijdig met de Q3-cijfers aan dat er een nieuw aandeleninkoopprogramma gestart zal worden ter waarde van € 300 miljoen. Dit is het dubbele ten opzichte van het vorige aandeleninkoopprogramma van maart dit jaar en de grootste qua omvang in de bedrijfsgeschiedenis. Het vorige programma werd in een recordtempo afgerond. ASM kocht in ‘slechts’ twee maanden ruim 185.000 aandelen in tegen een gemiddelde aankoopkoers van € 808,53, oftewel € 150 miljoen. Vorige week kocht ASM in drie handelsdagen voor ruim € 6,5 miljoen aan eigen aandelen in. In dit tempo is ASM in circa 150 handelsdagen klaar. Dat zou betekenen dat ASM binnen een jaar voor € 450 miljoen eigen aandelen inkoopt. Gezien de uitstekende middellange termijn vooruitzichten en de vrije kasstroom die volgend jaar ruimschoots de € 1 miljard overstijgt, gaan wij ervan uit dat ASM in de toekomst nog meer eigen aandelen in een grotere omvang zal inkopen. Concurrent Applied Materials en grootste aandeelhouder van Besi, geeft ruim 80% tot 100% van de vrije kasstroom terug aan haar aandeelhouders waarvan het grootste percentage in de vorm van inkoop eigen aandelen. Wij zijn groot voorstander van deze kapitaalallocatie.

Ook zijn wij nog steeds van mening dat de *‘fair value’* van ASM rond de € 2.000 per aandeel zou moeten liggen in 2030, oftewel 35 keer de verwachte winst van circa € 60 per aandeel. Volgend jaar september komt ASM met nieuwe financiële doelstellingen. Uiteraard zijn wij weer van de partij op de *Investor Day*. Het zou ons niets verbazen als de omzetdoelstelling dan richting de € 9 miljard gaat in plaats van de tenminste € 5,7 miljard die ze vorig jaar september presenteerden en volgend jaar al zullen realiseren.

Ook Besi kwam met uitstekende derdekwartaalcijfers naar buiten. Voor het eerst in de bedrijfsgeschiedenis behaalde de onderneming een nettowinst van meer dan € 100 miljoen in een kwartaal. Daarmee steeg de nettowinst met maar liefst 324% ten opzichte van het relatief zwakke kwartaal vorig jaar. De omzet steeg in Q3 met ruim 113% ten opzichte van Q3 2025 naar ook een nieuw record van € 283 miljoen. De omzet over de eerste negen maanden bedroeg € 718 miljoen, een plus van 69% ten opzichte van vorig jaar en de nettowinst steeg zelfs met een kloeke 179% naar € 248 miljoen. Kijkend naar de record orderingang van € 343 miljoen in het derde kwartaal zou Besi dit jaar voor het eerst de magische omzetgrens van € 1 miljard kunnen bereiken. Het vorige omzetrecord van € 723 miljoen stamde alweer uit 2021.

Beleggers en analisten waren enigszins teleurgesteld, ondanks de record orderingang en orderboek, dat Besi voor het vierde kwartaal een gelijkblijvende omzet voorspelde van circa € 283 miljoen met een bandbreedte van -5% en +5%. Dit had ermee te maken dat leveringen van een aantal chipmachines voor bepaalde chipfabrieken pas vanaf Q1 volgend jaar kunnen plaatsvinden. Ook was men teleurgesteld dat de adoptie van de nieuwe verbindingstechnologie, *hybrid bonding*, vertraging oploopt bij de drie grootste geheugenchipproducenten SK Hynix, Samsung en Micron. Dit komt met name door de enorme vraag naar *high bandwidth* geheugenchips die nodig zijn voor de uitbouw van de AI-infrastructuur. Geheugenchipproducenten hebben simpelweg geen tijd en te

weinig capaciteit om de nieuwe verbindingstechnologie nu in te passen in het bestaande productieproces waardoor ze voortborduren op oude technieken zoals *Mass Reflow* (MR) en *Thermo Compression Bonding* (TCB) waarmee Besi met de nieuwste *TC Next* chipmachine al zeven nieuwe klanten heeft binnengehaald.

De tijdelijke vertraging, waar Besi niets aan kan doen, doet niets af aan de superieure voordelen van *hybrid bonding* ten opzichte van MR en TCB, zoals veel snellere datasnelheid, fors lager energieverbruik en er ontstaat veel minder warmte met koper op koper *hybrid bonding* technologie als je microchips met elkaar gaat verbinden door te stapelen. Het is dus niet de vraag of deze koper op koper *hybrid bonding* technologie wordt ingezet door de geheugenchipproducenten, maar wanneer. Zoals het er nu naar uit ziet zal Samsung het eerste 'schaap over de dam' zijn die deze verbindingstechnologie vanaf 2028 grootschalig zal gaan inzetten voor de productie van 16 gestapelde *high bandwidth* geheugenchips.

De *hybrid bonding* verbindingstechnologie wordt al wel meerdere jaren grootschalig toegepast door de rekenchipproducenten Intel en met name TSMC. Rekenchips zijn veel complexer en duurder dan geheugenchips waardoor de nieuwste technologieën daar eerder worden toegepast. Ondanks de teleurstelling bij beleggers en analisten verdubbelde Besi ruimschoots de orders voor *hybrid bonding* chipmachines in de eerste negen maanden van dit jaar ten opzichte van de vergelijkbare periode vorig jaar. Daarnaast voegde Besi twee nieuwe klanten toe in het derde kwartaal waarmee het aantal *hybrid bonding* klanten steeg naar maar liefst 23. Besi is momenteel de enige chipmachinefabrikant in de wereld die *hybrid bonding* machines op grote schaal kan produceren.

Beleggers en analisten leggen wat ons betreft te veel focus op de adoptie van de *hybrid bonding* machines bij de geheugenchipfabrikanten en focussen te weinig op de veel grotere vraag dan verwacht van *Logic* en *Foundry* klanten. Naast AMD en Broadcom zetten ook steeds meer hyperscalers deze verbindingstechnologie in en NVIDIA heeft ook al aangegeven deze verbindingstechnologie te omarmen. Alhoewel Besi de omzet uit *hybrid bonding* chipmachines niet bekend maakt, heeft de onderneming er de afgelopen jaren bij elkaar opgeteld al ruim 215 verkocht. Dit zou ongeveer € 450 miljoen aan omzet vertegenwoordigen. Wij schatten in dat Besi dit jaar ruim € 150 miljoen aan *hybrid bonding* omzet zal realiseren, oftewel 'slechts' 15% van de groepsomzet.

Dat de jaarlijkse omzet op termijn een veelvoud kan worden is zeker niet uitgesloten. Met name de vernieuwde overeenkomst met grootaandeelhouder Applied Materials waarbij Besi als een van de vijf innovatiepartners is uitgekozen voor de verdere ontwikkeling van *hybrid bonding* maar daarnaast ook voor *TC Next* en 3D fotonica applicaties, zou de *hybrid bonding* omzet de komende jaren in een stroomversnelling kunnen brengen. Applied Materials werkt al sinds 2020 samen met Besi en heeft via hun Kinex productielijn een geïntegreerde *hybrid bonding* oplossing bedacht met de chipmachines van Besi.

Het is tamelijk uniek dat Besi naast de groten der aarde zoals de vijf *founding partners*, TSMC, Intel, Samsung, SK Hynix en Micron, innovatiepartner is geworden van het grootste en duurste ($ 5 miljard (!)) EPIC research center van Applied Materials. Blijkbaar ziet Applied Materials toch iets wat beleggers en analisten niet zien. Nadat de beurskoers vanaf de *all-time high* koers van € 328,40 op 22 juni jl. met ruim 50% daalde naar circa € 150,-, sloeg Applied Materials op 26 oktober jl. wederom toe. In april 2025 deed Applied Materials namelijk precies hetzelfde, nadat de beurskoers ook in slechts een aantal maanden tijd was gehalveerd, kocht het *out of the blue* een 9% *stake*. Destijds stond de beurskoers rond de € 90,- en nu bouwde *Applied Materials* haar belang uit met ruim 10%-punt rond de € 160,- per aandeel. De grootste Amerikaanse *front-end* chipmachinefabrikant met een beurswaarde van $ 275 miljard, heeft nu in totaal 19,8% van het uitstaande aandelenkapitaal van Besi in handen. Deze strategische investering heeft Applied Materials een slordige € 2 miljard gekost. Op een nettowinst van $ 10 miljard is het voor Applied Materials wellicht 'klein bier' maar strategisch van grote waarde. De onderneming heeft namelijk grote ambities op het gebied van *advanced packaging* en met name *hybrid bonding* waarin Besi de absolute wereldmarktleider is.

Gezien bovenstaande ontwikkelingen en de positieve vooruitzichten zijn wij nog steeds van mening dat Besi de omzetdoelstelling van € 2 miljard in 2030 zal bereiken, oftewel een verdubbeling ten opzichte van 2026. Op de *Investor Day* van afgelopen juni liet de onderneming doorschemeren dat de € 2 miljard *target* een *base-case scenario* is. De bandbreedte van de omzetdoelstelling ligt dan ook tussen de € 1,7 tot € 2,2 miljard. Wij laten ons graag positief verrassen maar gaan veiligheidshalve uit van € 2 miljard omzet in 2030 met een

bijbehorende nettowinst van circa € 800 miljoen, oftewel circa € 10,- per aandeel. Wij rekenen nog met een conservatieve nettowinstmarge van 40%, alhoewel de winstmarge voor de sector wel extreem hoog is (!), heeft Besi tijdens het vorige recordjaar (2021) al bewezen een nettowinstmarge van ver boven de 40% te kunnen behalen. Afgelopen kwartaal realiseerde Besi al een nettowinstmarge van 37,8%.

Net als Applied Materials vinden wij het aandeel, met een 'fair value' van € 500,- in 2030, momenteel spotgoedkoop. Daarom hebben wij dan ook de afgelopen weken ons belang in Besi significant uitgebreid. Klaarblijkelijk denkt Besi er net zo over. De onderneming maakte namelijk tijdens de Q3-cijfers bekend een nieuw aandeleninkoop-programma te zullen starten ter waarde van € 100 miljoen, een 65% verhoging ten opzichte van het vorige aandeleninkoopprogramma van € 60 miljoen.

Wij hebben er alle vertrouwen in dat de *all-time high* koers van € 328,40 van een paar maanden geleden, op termijn weer ruimschoots wordt overtroffen.

Terugblik en vooruitzichten

Europese aandelenbeurzen deden het in de verslagmaand met kleine plusjes beduidend beter dan de Amerikaanse en Aziatische aandelenbeurzen, die juist een stap(je) terug deden. Met name aandelenindices die een groter gewicht hebben met AI-gerelateerde aandelen, daalden stevig.

De NASDAQ-100 Index waarin NVIDIA en de grote *hyperscalers* (Amazon, Alphabet, Microsoft en Meta) een fors gewicht in de schaal hebben, daalde in oktober met 7%. De SOX-Index waarin de 30 grootste halfgeleiderbedrijven ter wereld zijn opgenomen, verloor zelfs ruim 15%. Maar de Koreaanse Kospi-Index, die sterk afhankelijk is van de koersperformance van Samsung en SK Hynix, spande de kroon met een koersdaling van maar liefst ruim 16% (!). Deze sterke koersdalingen moeten wel in perspectief worden gezien nadat deze indices dit jaar veelal met enkele tientallen procenten of meer zijn gestegen.

"Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement"

Ook Add Value Fund werd in de maand oktober hard geraakt door stevige koersdalingen van participaties ASM en Besi van bijna 20%. De sterke koersstijgingen van softwareparticipaties Nemetschek (+24%) en Planisware (+14%), beperkten enigszins het verlies. Halfgeleideraandelen stonden de afgelopen weken fors onder druk door een opeenstapeling van verschillende factoren die niets met de uitstekende bedrijfscijfers en vooruitzichten te maken hebben. De *fundamentals* en winstgroeivooruitzichten voor ASM en Besi zijn beter dan ooit tevoren, zoals we uitgebreid in dit maandbericht hebben toegelicht. Volgens de CEO van ASM, Hichem M'Saad, zitten we pas in "*the first inning of many more to come*". Daarnaast zijn de waarderingen van beide participaties momenteel spotgoedkoop.

De waarschuwende woorden van de CEO van Broadcom dat beleggers AI-gerelateerde aandelen als een casino zien; de verkiezingsuitslag van de Amerikaanse tussentijdse verkiezingen waarbij de Republikeinen een pak slaag kregen van de Democraten, die vanaf januari 2027 de meerderheid in zowel het Huis van Afgevaardigden als de Senaat hebben waardoor meer regelgeving en extra belastingen voor het uitbouwen van de AI-infrastructuur (lees: datacenters) aanstaande lijkt; en de privé affaires, waaronder met een mogelijke Chinese spion, van de NVIDIA-oprichter, CEO en grootaandeelhouder, was de bekende druppel die de emmer deed overlopen.

Dat de AI-revolutie gepaard gaat met winnaars en verliezers op de beurs moge duidelijk zijn. En dat ook de beurskoersen van succesvolle bedrijven met klinkende winsten niet lineair zullen stijgen is bekend. Immers, financiële markten zijn inefficiënt en niet rationeel. Wij beschouwen deze huidige correctie, die vergelijkbaar is met *Liberation Day* van april vorig jaar, als een tijdelijk fenomeen. Koersvolatiliteit is juist een kans en geen risico zolang je maar in de juiste bedrijven investeert en weet wat je doet.

Wij blijven ons als actieve langetermijn *stock-picker* focussen op de fundamentals en winstgroeivooruitzichten van onze participaties en mogelijk nieuwe buitenlandse investeringen. Ruis en de waan van de dag laten we aan ons voorbijgaan. Winstgroei is uiteindelijk de fundamentele basis voor de koersontwikkelingen en de beurswaarderingen van onze participaties.

Naar aanleiding van de uitstekende derdekwartaalcijfers en vooruitzichten verhogen wij voor de vierde keer dit jaar de gewogen winstgroei van de portefeuille van tenminste 25% naar tenminste 30%. Hiermee komt de winst per Add Value Fund in 2026 uit op een nieuw record in ons bijna 20-jarig bestaan.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding voor 2026 van 18,6 en een gewogen dividendrendement van 2,0%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Amsterdam, 18 november 2026

Add Value Fund Management B.V. | J.J. Viottastraat 31 | 1071 JP Amsterdam
T: 020-5703057 | E: info@addvaluefund.nl | W: addvaluefund.nl

Netto totaalrendement incl. herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie	
Startdatum	1 februari 2007
Fondsvermogen	€ 172,6 mln
Beurskoers	€ 130,37
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 129,98
Aantal uitstaande aandelen	1.328.185
Beursnotering	Euronext Amsterdam
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag
Valuta	EUR
ISIN Code	NL0009388743

Dividend	
Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 2,50
Ex-dividend datum	12 mei 2026
Dividendbeleid en -historie	Zie website

Rating	
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analist Rating	Gold
Morningstar Sustainability Rating	

	AVF	AEX	AMX	ASCX
cum.	**619,6%**	**319,5%**	**183,7%**	**291,2%**
2026	22,4%	22,1%	22,0%	-0,9%
2025	13,6%	11,2%	14,9%	26,8%
2024	-0,7%	14,7%	-7,4%	9,3%
2023	29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
2022	-23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
2017	26,7%	16,5%	24,7%	34,5%
2016	14,9%	13,6%	0,8%	7,5%
2015	22,0%	7,4%	12,1%	38,7%
2014	2,0%	8,7%	3,4%	18,3%
2013	8,9%	20,7%	22,8%	30,3%
2012	27,8%	14,0%	19,0%	11,3%
2011	-20,3%	-8,9%	-24,6%	-21,0%
2010	51,2%	9,2%	28,7%	16,4%
2009	55,6%	41,9%	68,4%	52,0%
2008	-43,1%	-50,3%	-50,5%	-50,8%
2007	-3,2%	5,3%	-5,1%	-6,1%

Geannualiseerd netto rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	Sinds start
Add Value Fund	17,9%	16,9%	8,4%	13,9%	10,5%
AMX-index	27,2%	15,4%	4,2%	8,5%	5,4%

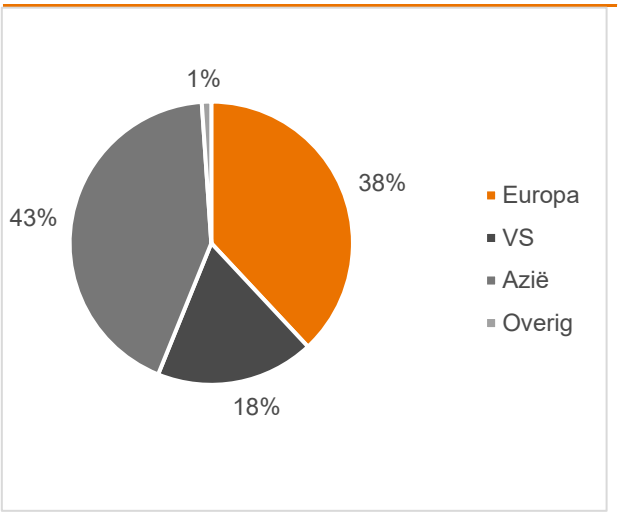
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum: 31-10-2026, Na kosten;
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0,3	2,0
% Positieve maanden	60,1%	59,7%
% Positieve jaren	73,7%	68,4%
Maximale drawdown	-56,6%	-64,2%
% Jaren outperformance	70,0%	
Active share vs. AMX	91,1%	
Standaard deviatie (10 jaar)	18,6%	17,3%
Top-3 holdings % van totaal	44,5%	24,5%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	10,6%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,1%	
Beta (5 jaar)	0,78	
Beta (sinds begin)	0,85	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,50	0,34
Sharpe ratio (sinds begin)	0,61	0,51

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding[2025]	24,1	16,1
Koers/winst-verhouding[2026]	18,6	14,1
Dividendrendement[2025]	2,1%	0,0%
Dividendrendement[2026]	2,0%	0,0%

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	34,0%	38,6%
> € 2 miljard	16,1%	34,2%
> € 1 miljard	22,4%	21,9%
> € 500 miljoen	21,2%	5,3%
< € 500 miljoen	6,3%	0,0%

Gewogen geografische omzetverdeling



Portefeuille naar eindmarkt



Duurzaamheid

Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcapaandelen. 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 productinfomatie 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.